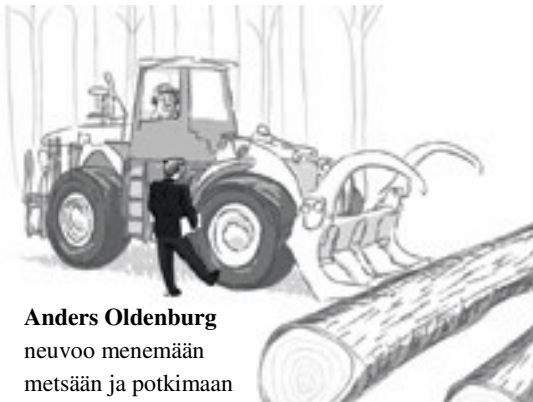
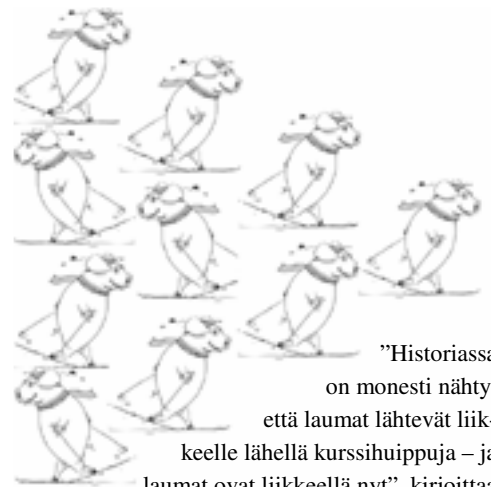


SELIGSON & CO RAHASTOT NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 3/4 2005



Anders Oldenburg
neuvoo menemään
metsään ja potkimaan
renkaita (s. 12)



”Historiassa on monesti nähty, että laumat lähtevät liikkeelle lähellä kurssihuippuja – ja laumat ovat liikkeellä nyt”, kirjoittaa **Petri Rutanen** kehittyvistä markkinoista (s. 6)



Miten sijoittamalla rikastutaan?
Onko tyyllillä väliä?
Joka tapauksessa kannattaa
varoa perässähiittäjiä,
neuvoo **Jarkko Niemi** (s. 3).

**SELIGSON
& CO**

Yksinkertainen on tehokasta



Phoenix –rahasto 5 vuotta – skål!
Peter Seligsonin katsaus s. 16

SISÄLLYSLUETTELO

TOIMITUSJOHTAJALTA.....	3
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos	6
Phalanx	10
Phoebus	12
Phoenix	16
APS Far East	24
Russian Prosperity	26
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
Suomi –indeksirahasto.....	19
OMXH25 Indeksiosuusrahasto.....	19
Eurooppa 50 –indeksirahasto.....	20
Japani –indeksirahasto	20
Global Top 25 Brands	21
Global Top 25 Pharmaceuticals	21
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	22
Euro-obligaatioindeksirahasto.....	23
Euro Corporate Bond	23
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ	23

Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta. Rahastoihin sijoitetun varallisuuden arvo voi nousta tai laskea, eikä ole takeita siitä, että koko sijoitetun pääoman saa takaisin.

Kustannuksilla on merkitystä. Jo parin prosentin vuosikulut vähentävät merkittävästi pitkäaikaisen sijoituksen kokonaistuottoa.

POSTITSE VAI SÄHKÖISESTI

Jos haluat tulevat neljännesvuosikatsaukset postitse tai pdf-muodossa sähköpostilla, ilmoita nimi ja asiakasnumero joko sähköpostilla info@seligson.fi tai puhelimitse asiakaspalveluumme (09-6817 8200). Muussa tapauksessa katsaus löytyy [www-sivuiltamme](http://www.sivuiltamme) aina heti sen ilmestyttyä.

RAPPORTERING PÅ SVENSKA

Vi producerar denna fondöversikt enbart på finska. Sifferuppgifterna finns tillgängliga även på svenska på vår webbplats, www.seligson.fi. Fonderna Pharos, Phoebus och Phoenix har även portföljförvaltarens översikt på svenska på webbplatsen.

Utskrifter kan erhållas per post på begäran, ring vänligen vår kundservice (09-68178200). Portföljförvaltarena kan kontaktas för ytterligare svenskspråkig information.

Tätä rahastojen kehitystä kuvaavaa katsausta julkaistaan neljännesvuosittain. Lisäksi rahastoista julkaistaan:

1. Yksinkertaistettu rahastoesite, jossa on mm. tarkemmat kuvaukset rahastoista ja niiden sijoituspolitiikoista sekä tietoa rahastoyhtiöstä ja sen sijoitusfilosofiasta.
2. Osavuositarkastus (puolivuosittain) ja vuosikertomukset, joissa mm. rahastojen tuloslaskelmat ja taseet.
3. Rahastoesite, joka sisältää mm. rahastojen säännöt, hinnaston sekä tarkemmat merkintä- ja lunastusohjeet.

Suosittelemme perehtymistä rahastoesitteisiin ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Julkaisumme ovat saatavissa Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj:stä:

- kotisivuiltamme: www.seligson.fi
- puhelimitse: (09) 6817 8200
- sähköpostilla: info@seligson.fi

sekä Vakuutusyhtiö Tapiolan konttoreista.

Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro, ari.kaaro@seligson.fi
Kuvitus: Harri Paavolainen, Helsingin Sähköinen Toimisto
© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj, 2005

ONKO TYYLILLÄ VÄLIÄ?

Sarjassa jatketaan sijoitusmaailman terminologian ja markkinointimyyttien esittelyä.

Osakemarkkinoiden elpyminen vuosituhaten teknojuhlien krapulasta on nostanut niiden kahden ja kolmen vuoden historialliset vuosituotot kaksinumeroisiksi. Tänä vuonna meno on vain kiihtynyt ja kuluvan vuoden luvut ovat monilla markkinoilla jo päätähuimaavia. Tällaisina aikoina rahastoyhtiöt pyrkivät kertomaan paitsi salkunhoitajiensa ammattitaidosta myös kilpailevia tuotteita ylivoimaisemmista sijoitustyyleistä.

On totta, että samalle markkinalle sijoittavien rahastojen tuotto-erot voivat olla valtavia ja jatkua vuodesta toiseen, mutta miten pitkälle tuotto-eroja voidaan selittää sijoitustyylien eroilla? Markkinointipuheissa toistensa pahimmat kilpailijat ovat synnyttäneet pienyhtiörahastoja (small cap), kasvurahastoja (growth), arvurahastoja (value). Ja kun viimeainutissa ei ole tarpeeksi, niin on polkaistu maailmalle myös oikein tosiarvorahastoja (deep value), joille oikea termi tietenkin kuuluisi tosi-arvottomien-osakkeiden-rahasto, sillä niitähän nämä deep value -rahastot metsästävät.

Onko tälle rahastoyhtiössä heränneelle tyylitietoisuudelle tilastollisia perusteita? Yleensä arvosiioittamisen uskotaan toimivan parhaiten, kun osakemarkkinoiden arvostukset ovat yleisesti alhaisia ja vastaavasti nopeasti nousevilla markkinoilla kasvuosakkeita on väitetty voittajiksi. Tietynlaisena ääriesimerkinä jälkimmäisestä voidaan pitää edellistä huippusyklää, jota jälkikäteen on haukuttu teknokuplaksi.

Alla olevissa taulukoissa on esitetty näiden kolmen strategian pitkän aikavälin erot ja miten epävakaita ne eri periodeilla ovat olleet. Aineisto on USA:n markkinoilta, mutta tutkimukset muiden teollistuneiden maiden pörseistä ovat samansuuntaisia.

Jos tarkastellaan pienyhtiöstrategian pysyvyyttä, niin huomataan, että lyhytjänteiselle salkunhoitajalle tai sijoittajalle se ei toimi.

Vuodet	Menestyjät
1965-1968	pienet
1969-1974	suuret
1975-1983	pienet
1984-1990	suuret
1991-1993	pienet
1994-1998	suuret
1999-2001	pienet

Taulukko perustuu USA:n osakemarkkinoiden kumuloituneisiin vuosituottoihin periodeilla, jolloin pienten yhtiöiden tai suurten yhtiöiden tuotot ovat olleet parhaat (jaottelu desileihin, tässä otettu huomioon ylin ja alin). Vuodet menevät siis lähes tasan (suuret 18, pienet 19). Pienten yhtiöiden parempi tuotto perustuikin siten periodien välisiin tuottoeroihin. Kuva osoittaa, että ainoastaan pysymällä erittäin pitkään samassa strategiassa voidaan tästä tuottoerosta hyötyä (tai kääntäen: vaihtamalla tyyliä matkan varrella todennäköisyys onnistua on satunnainen).

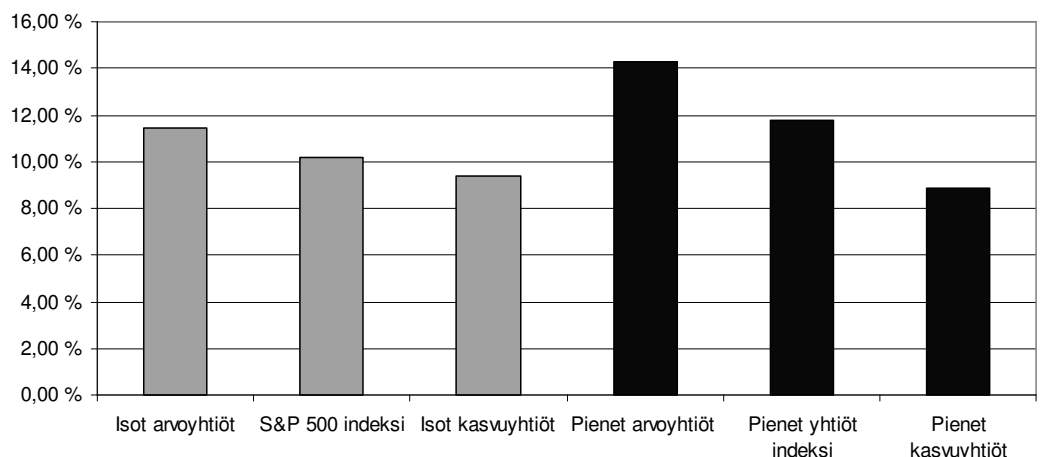
Lähde:
Dimensional Fund Advisors 2004.

Vastaavasti arvo- vs. kasvuyhtiöiden lähistorian tuottoja verrattaessa löytyy myös varsin pitkiä periodeja, jolloin kasvuyhtiöt ovat olleet parempia. Yksi pisimmistä on samalla yksi osakemarkkinahistorian tuottoisimmista periodeista: vuosina 1984-2000 kasvuyhtiöiden vuosituotot olivat 16,4% ja arvoyhtiöiden 15,0%.

Eri sijoitustyylien vuosituotot USA:ssa 1927-2002

Kuva osoittaa, että sekä arvo-sijoittaminen että pienyhtiöt antavat todella pitkällä aikajänteellä kasvuyhtiöitä korkeamman tuoton. Kuva ei kuitenkaan huomioi eri strategioiden toteuttamisen kustannuksia. Yleisesti ottaen voidaan todeta, sijoittaminen on edullisinta likvidien suurten yhtiöiden osakkeisiin.

Lähde:
Dimensional Fund Advisors 2004.

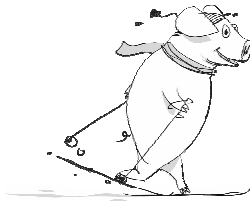


Löytyykö totuus tutkimalla?

Vuonna 1992 amerikkalaiset Eugene Fama ja Kenneth French ”parantelivat” 1990 Nobel -palkinnon arvoiseksi arvioitua vuonna 1964 esiteltyä yksiulotteista (beta ja markkinariski) CAPM –mallia lisäämällä siihen kaksi muuttujaa: yrityksen koon ja ”arvostuksen”. Teorian mukaan sekä pienet yhtiöt että arvo-osakkeet muodostavat oman varallisuuslajinsa, joita voidaan hyödyntää optimaalisen salkun rakentamisessa. Tämän jutun mitta (ja kirjoittajan oppineisuus) eivät salli teeman syvällistä käsittelyä, mutta lopputulema on tuttu riskin ja tuoton liitto. Fama & French osoittivat, että eri sijoitustyylien riskiä voidaan mitata esimerkiksi arvo- ja pienyhtiöiden pääoman hinnalla. Sekä pienten yhtiöiden että rahoituksensa kanssa painivien arvo-yhtiöiden pääoman hinta on korkeampi kuin suurten ja hyvin kannattavien yhtiöiden. Selityksenä korkeammalle pääomakustannukselle tai kääntäen alhaisemmalle markkina-arvostukselle on yksinkertaisesti näiden arvo-yhtiöiden – niin kuin ne tässä tutkimuksessa määriteltiin – heikompi kannattavuus.

Varo perässähiittäjiä!

Kaikissa näissä esimerkeissä korostuu ajan merkitys: satunnaisena aikana tietyn tyyllilajin rahastoon sijoittanut saa satunnaisesti huonompaa tai parempaa tuottoa kuin muiden tyyllilajien edustajien hoitamiin rahastoihin sijoittaneet.



Vaarallisinta on kuitenkin sijoittaa rahastoon, jonka salkunhoitaja vaihtaa tyyliään muodin mukana – tällaiseen rahastoon sopii ennen 20-luvulla suuren romahduksen seurauksena syntynyt kasku hieman muokattuna: ”Ostin rahaston vanhuudenpäivieni varalle ja se toimi, nyt puolen vuoden päästä tunnen oloni vanhaksi.”

Tällä hetkellä näyttävät ainakin Suomessa kovimmassa huudossa olevan arvoraahastot. Siitäkin huolimatta, että perinteisen käsityksen mukaan markkinoiden (keskimääräiset) arvostustasot ovat jo pitkien keskiarvojen yläpuolella. Arvoraahastojen viime vuosien tuotot ovat olleet varsinkin Suomessa kasvurahaista parempia ja markkinoijat haluavat sellaisen valikoimiinsa - niitähän voidaan helposti kaupitella menneiden vuosien erinomaisilla luvuilla. Sijoittajalle tämä ei kuitenkaan tuo kuitenkaan yhtä varmaa menestystä. Rahastojen tiheässä vaihdossa on ilmeinen riski Linnanmäen Vekkulun portaiden kaltaisesta liikkeestä - vaihto ei vie ylöspäin, mutta haarat ratkeavat.

ARVO ja KASVU

Arvosijoittaja uskoo löytävänsä osakkeita, jotka ovat ”todelliseen arvoonsa” nähden edullisia. Arvo-yhtiöt eivät siis ole varsinaisesti arvokkaampia kuin muut, usein päinvastoin. Oikeampi nimi tälle sijoitustyyliille olisikin *arvostustasoon perustuva sijoittaminen*, koska nimi tulee siitä, että yhtiövalinnan pääkriteerinä on nimenomaan osakkeen arvostustaso, eikä esimerkiksi liikevaihdon kasvunopeus.

Kasvuosakkeisiin erikoistuneet sijoittajat puolestaan uskovat löytävänsä analyysellään toimialojensa nopeimmin kasvavat voittajayhtiöt tai vielä mieluummin kokonaan uusien toimialojen huippunopeasti kasvavat kohteet.

Edelläolevasta ei kuitenkaan tule tehdä johtopäätöstä siitä, että olisimme jollain lailla arvosijoittamisen vastustajia. Seligson & Co:llakin on kaksi aktiivisesti hallinnoitua rahastoa (Phalanx ja Phoenix) joiden pyrkimyksenä on hyötyä pienyhtiö- ja arvoilmiöistä. Tarkoitus on vain sanoa, että jonkin sijoitustyylin perässä ei kannata juosta viime vuosien tuottolukujen takia, vaan eri tyyleistä pitää löytää ne, joihin oikeasti uskoo ja pitäytyä siinä. Eikä koskaan kannata unohtaa hyvän hajautuksen ja alhaisten kustannusten merkitystä, tyylistä riippumatta. Yksinkertainen on tehokasta.

Mausteena voi sitten käyttää kehittyvien markkinoiden rahastoja ja miksei myös tyyllirahastoja – ja kuten jokainen harrastelijakokkikin tietää, mausteita kannattaa harvoin liioitella. Yksittäisten rahastojen erinomainen ”voittoputki” voi katketa monesta syystä ja markkinoiden muotityylin vaihtuminen on yksi tavanomaisimmista. Kannattaa aina muistaa, että rahastojen keskimääräinen tuotto (T) muodostuu yksinkertaisen kaavan mukaan: $T = \text{markkinan tuotto} - \text{rahaston kulut}$.

Ja kannattaa edelleen sijoittaa ennen muuta sellaisiin instrumentteihin, jotka jo itsessään tuottavat eli esimerkiksi metsään, osakkeisiin tai korkopapereihin. Muu on nollasummapeliä. Tästä sitaattina loistava havainto akateemikolta, jonka tehtävä on hoitaa 15 miljardin dollarin pitkäaikaista salkkua:

”Because of the enormous difficulty in identifying and engaging superior active managers, prudent investors avoid asset classes that derive returns primarily from market beating strategies.”

David Swensen,
Chief Investment Officer,
Yale University

Kuinka rikastua sijoittamalla?

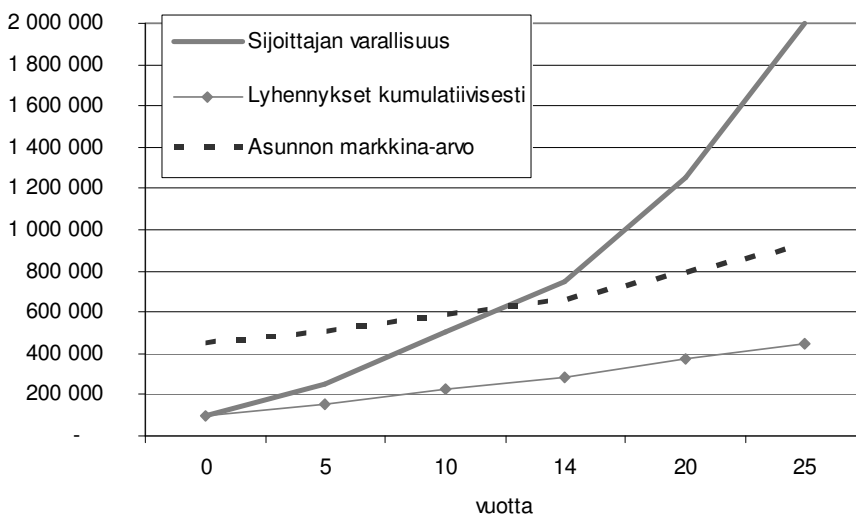
Varainhoitaja törmää aika ajoin urallaan suoraan tai epäsuoraan esitettyyn kysymykseen: kuinka rikastua sijoittamalla? Olematta tarkoituksella näsäviisas, paras vastaus minkä olen voinut antaa, on ollut: ”sijoittamalla mielellään usein ja pitkäksi aikaa”.

Näennäisesti itsestään selvä vastaus sisältää käytännössä useimmille meistä pitkäkantoisia päätöksiä elämisen tason leikkauksista (ainakin) seuraavien 20 vuoden suhteen. Ja selvän suunnitelman kurinalaista toteuttamista. Ja lukuisista houkutuksista kieltäytymistä. Eikä rikastuminen sittenkään ole aivan varmaa.

Alla verrataan tätä rikastumisen mallia toiseen, usein yhtä mittavaan, mutta huomattavasti yleisempään hankkeeseen: asuntolainan lyhennykseen. Erityisesti rakenteilla olevan asuntokuplan myötä yleistyneissä ultrapitkissä asuntolainoissa on kyse –puhtaasti taloudellisina transaktioina tarkasteltuna – tulevaisuuden tulojen käyttämisestä asutokulutukseen nyt eli negatiivisesta sijoittamisesta (asuntojen reaaliarvojen voidaan toki uskoa säilyvän pitkällä aikajänteellä).

Seuraavassa esimerkissä sijoittaja päättää siis rikastua asumisen kustannuksella - katsotaan miten käy. allaolevassa taulukossa on kaksi esimerkkihenkilöä, joista kummallakin on 100 000 euroa alkupääomaa. Ensimmäinen on **Sijoittaja**, joka asuu...hmm...jossain, ja sijoittaa kaiken pakkomenoilta säästöön jäävän rahan (1500 € / kk) hyvin hajauttaen osakemarkkinoille. Osakemarkkinat tuottavat hänen sijoitusaikanaan 8% bruttona ja koska hän on sijoittanut kustannustehokkaisiin rahastoihin rasittaa tuottoja vain 0,5%:n vuosikulu.

Toinen esimerkkihenkilö on **Asuntovelallinen**, joka ottaa 25 vuoden mittaisen lainan summaltaan 350 000 euroa ja ostaa sillä plus alkupääomallaan 450 000 euron asunnon. Asuntolainan keskikorko on hyvin alhainen eli 3,2%. Asunnon arvo nousee 4% vuodessa.



Yhtenäinen viiva kuvastaa Sijoittajan varallisuuden kasvua. Asuntovelallisen varallisuus taas kasvaa asunnon markkina-arvo –käyrän mukaisesti. Käyrä lyhennyksistä on mukana vain kuvaamassa niiden kumulatiivista määrää. Näiden käyrien väliin jäävä alue on ”oman asunnon vaihtoehtoisuus rikastumiseen verrattuna”. Esimerkissämme se on miljoona euroa.

Todellisuudessa Sijoittaja joutuisi todennäköisesti käyttämään osan 1500 euron kuukausimenoista asumisensa järjestämiseen. Lisäksi todellista varallisuuseroa pienentää jonkin verran se, että omistusasunnon myynti on ainakin tällä hetkellä verovapaata, kun taas sijoitusten tuotoista joudutaan maksamaan pääomaverokannan mukainen vero. Lisäksi Asuntovelallinen on ainakin nykyverotusmallin jatkuessa saanut osan maksamistaan asuntolainan koroista verohelpotuksina ja voinut mahdollisesti käyttää ne osakesäästämiseen.

Mikä sitten on esimerkin varsinainen opetus? Ainakin se, että vaikka moni käyttää paljon aikaa ja vaivaa 0,01%:in puristamiseen asuntolainan marginaalista, niin itse asiassa sijoituspalvelujen kustannuksilla on vielä huomattavasti dramaattisempi vaikutus varallisuuden karttumiseen.

Ajatelkaapa millaisen loven Sijoittajan rikastumiseen tällä periodilla toisivat 1-2% lisäkustannukset eli käytännössä tuoton vähennykset. Hänen pääomansa olisi kasvanut 1,5 % kuluilla ”vain” 1,6 miljoonaan euroon ja 2,5% kuluilla 1,35 miljoonaan euroon (auts! hienon asunnon hinta kuluina taivaan tuuliin). Siksi jokaisen rikastumiseensa vakavasti suhtautuvan tulee suhtautua sijoittamisen kuluihin vähintään yhtä vakavasti kuin asuntolainan korkomarginaaliin.

Jarkko Niemi
Toimitusjohtaja
Seligson & Co Oyj
jarkko.niemi@seligson.fi

PS. Rikkaan määritelmä on mahdollisimman subjektiivinen ja siksi onkin parasta käydä suunnittelemassa omaa rikastumistaan www.seligson.fi - valitse kohdasta ”Työkalut” esimerkiksi ”Tavoitelaskuri”.

PS2. Rahastojen kustannuksia vertailtaessa kannattaa muistaa, että todelliset kustannukset näkyvät vasta TKA -luvusta, joka sisältää myös arvopaperikaupan kulut, eivät siis pelkästään hallinnointipalkkioista tai TER -luvusta. Ks. s. 27.

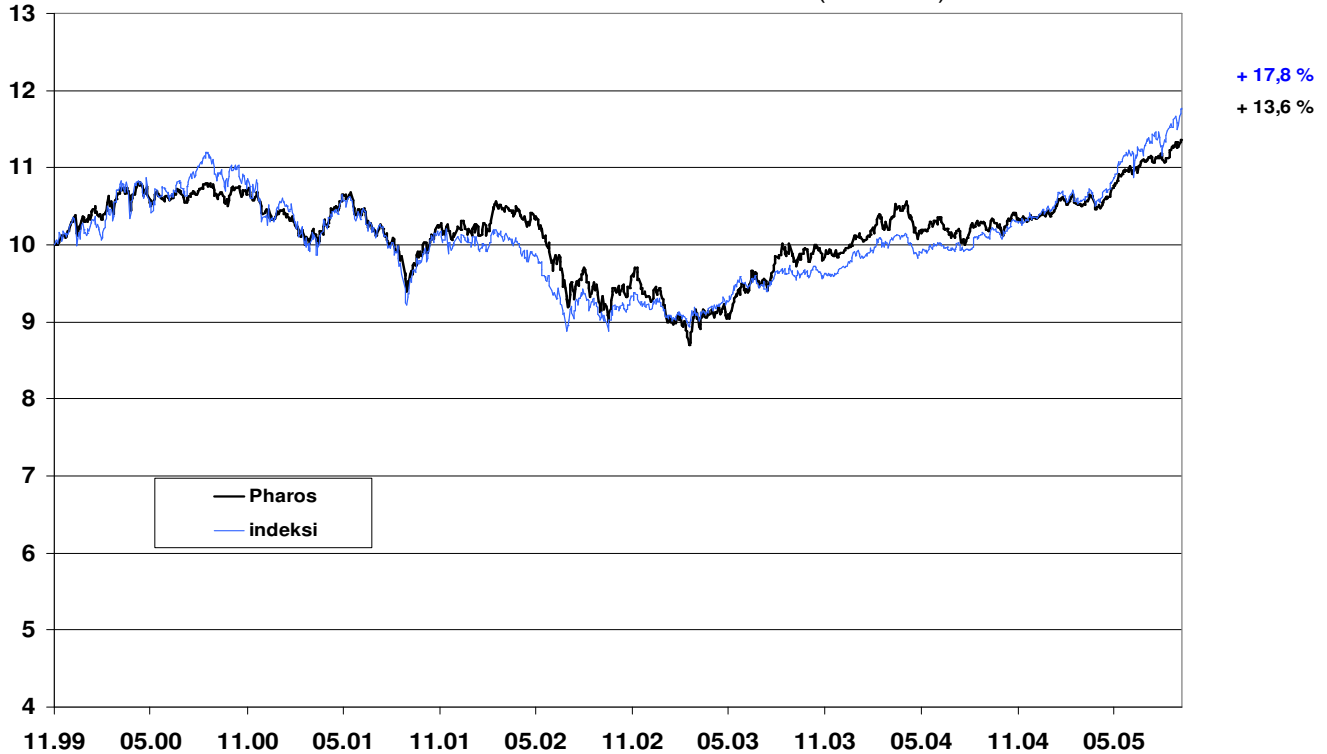
PHAROS
30.9.2005

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille

Pharos ja vertailuindeksit

24.11.1999 - 30.9.2005 (euroissa)

EUR



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	3,6
Vertailuindeksi	MSCI AC World Free NDR (35%), STOXX 50 Return (15%), Nordea Finland Gov't Bond (50%)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,7 % + 0,29-0,84 % p.a.*
Tuottosidonnainen palkkio	ei / osassa kohderahastoja
Merkintäpalkkio	1 %
Lunastuspalkkio	0% (0,5%, jos sijoitusaika alle 6kk)**
Salkunhoitaja	Petri Rutanen & Seligson & Co varainhoitotimi

* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot ** Lunastuspalkkio rahastoon

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,6 %	3,9 %	5,3 %	10,1 %
Vuoden alusta	9,7 %	4,1 %	13,6 %	8,0 %
1 v	11,1 %	4,1 %	16,8 %	6,4 %
3 v	23,3 %	6,5 %	30,7 %	6,0 %
5 v	6,7 %	7,2 %	8,2 %	7,7 %
Aloituspäivästä	13,6 %	7,1 %	17,8 %	7,9 %
Aloituspäivästä p.a.	2,2 %		2,8 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,07 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun) *	0,04 %
Kaupankäyntikulut (myös kohderahastojen)	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,16 %
Salkun kiertonopeus	125,43 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	3,65 %
Lähipiiriin omistusosuus	0,08 %

* Kohderahastojen tuottosidonnaiset palkkiot

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Osuus rahastosta	Allokaatio	
Seligson&Co Eurooppa 50 -indeksirahasto A	17,6 %	Osakesijoitukset yhteensä 54,7%	
Seligson&Co Global Top 25 Brands A	13,6 %		
S&P 500 FUTR Dec05	7,2 %		
Seligson&Co Suomi -indeksirahasto A	5,4 %		
Seligson&Co Global Top 25 Pharmaceuticals A	4,3 %		
Seligson&Co Japani -indeksirahasto A	2,9 %		
APS Far East	2,4 %		
Russian Prosperity Fund Euro	1,3 %		
Pitkä korkosijoitukset*	23,1 %		Korkosijoitukset yhteensä 45,3%
Lyhyet korkosijoitukset**	22,2 %		

* 16,7% Seligson & Co Obligaatioindeksirahastossa ja 6,4% valtion obligaatioissa

** 11% Seligson & Co Rahamarkkinarahasto AAA:ssa ja 11,2% sijoitustodistuksissa

SALKUNHOITAJALTA

Pharos ja markkinat

Vuoden 2005 kolmas neljännes oli osakemarkkinoilla edelleen nousuvoittoista. Kaikkien Pharoksen omistamien osakerahastojen tuotot olivat taas positiivisia. Vahvinta kehitys kesän aikana oli öljyn hinnannoususta hyötyvän Venäjän markkinoilla (Prosperity Russia -rahasto +44,7%) sekä sijoittajien mielestä onnistuneet vaalit läpikäyneessä Japanissa (Japani indeksirahasto +21,1%). Korot nousivat aavistuksen verran, jonka seurauksena Euro-obligaatio indeksirahaston arvo nousi vain +0,2%, mikä oli riskittömän rahamarkkina-rahaston tuottoa (+0,4%) heikompi. Vertailuindeksiin nähden rahaston arvo on kehittynyt heikommin, mutta myös riski (volatiliteetti) on ollut huomattavasti alhaisempi.

Osakepainomme on mainittujen kurssiliikkeiden ansiosta hivuttautunut ylöspäin ja on nyt 55%. Emme vielä kokeneet tarpeelliseksi korjata osakepainoa lähemmäksi normaalitilannetta eli 50%:ia. Maantieteellisesti olemme edelleen alipainossa USAn markkinoilla ja korkosijoituksemme painottuvat edelleen normaalitilannetta lyhyempiin korkoihin.

Päätimme vaihtaa sijoituksemme OMX Helsinki 25 -indeksi-osuusrahastossa Seligson & Co Suomi -indeksirahastoon. Päätös oli vaikea, koska indeksiosuusrahasto oli hallinnointipalkkioiltaan Suomi -indeksirahastoa edullisempi (palkkiot 0,20% vs. 0,50% p.a.). Halusimme kuitenkin hajauttaa suomalaiset sijoituksemme kattamaan myös pienempiä yhtiöitä ja Suomi -indeksirahasto tarjoaa kustannuksiltaan erittäin kilpailukykyisen toteutustavan. Kun OMX Helsinki 25 -indeksissä on nimensä mukaisesti 25 vaihdetuuta yhtiötä, on Suomi -indeksirahastossa käytetyssä OMHX Benchmark -indeksissä niitä kaksin verroin ja ne kattavat kaksi kolmasosaa Helsingin Pörssin päälistan osakkeista; ainoastaan vähiten vaihdetut eivät ole mukana.

Kehittyvien markkinoiden lumous

Niin kutsutut kehittyvät markkinat ovat kesän aikana jatkaneet hurjaa nousuaan. Suomalaisetkin sijoittajat ovat olleet ahkerasti mukana ottamassa osaansa tästä noususta. Syyskuussa yli kolmannes (220 meur) kaikista Suomeen rekisteröityjen rahastojen nettomerkinnoista (592 meur) ja peräti yli 70% osakerahastomerkinnoista kohdistuivat kehittyvien markkinoiden rahastoihin. Suomeen rekisteröidyissä kehittyvien markkinoiden rahastoissa on Suomen Sijoitustutkimuksen julkaiseman Rahastoraportin mukaan jo yli 170 000 osuudenomistajaa. Tämä on n. 11% kaikista osakerahastojen osuudenomistajista ja enemmän kuin esimerkiksi Suomeen sijoitettavissa osakerahastoissa! Monilla on siis mukavat realisoimattomat arvonnousut rahastosalkussaan.

On kuitenkin hyvä muistaa, että kehittyvät markkinat eivät ole historiallisesti tuottaneet juurikaan maailman osakemarkkinoita enemmän. Niin osake- kuin korkomarkkinoilla on taipumus vahvan nousun jälkeen korjata kurssia alaspäin niin paljon, että kymmenien vuosien historiallinen vuosituotto asettuu lähelle pitkän aikavälin keskiarvoaan, joka on osakesijoituksilla n. 10% ja pitkällä korkosijoituksilla n. 6%. Ongelma on kuitenkin siinä, että kukaan ei tiedä milloin odotettu korjaus oikeasti tapahtuu.

Kehittyvien markkinoiden jatkuvan nousun puolestapuhujat muistuttavat, että vaikka esimerkiksi MSCI:n kehittyvien markkinoiden indeksi oli elokuun loppuun mennessä noussut viimeisen kolmen vuoden aikana keskimäärin n. 18% (37% viimeisen vuoden aikana), on sen viiden vuoden keskimääräinen tuotto edelleen vain n. 1% ja kymmenenkin vuoden keskituotto välillä 1995-2004 vain 3,3%. Yhtiöiden tulokuntoon nähden kehittyvien maiden osakkeet ovat tätä kirjoitettaessa joidenkin tutkimuslaitosten (S&P, IBES, BCA) mukaan edelleen noin 20% aliarvostettuja, mutta historiassa on kuitenkin monesti nähty, että laumat lähtevät liikkeelle lähellä kurssihuippuja – ja laumat ovat liikkeellä nyt.

Pharos on varainhoitorahasto, jolla on selkeä sijoitusstrategia ja päätös allokatiosta (katso vertailuindeksi). Sen mukaan kehittyvien markkinoiden osuus osakesijoituksista on normaaliolosuhteissa noin 2%, mutta myös indeksipainot muuttuvat pikkuhiljaa markkinakehityksen myötä. Pharoksella jatkuu toistaiseksi jo useamman vuoden ajan ollut ylipaino (nyt n. 6%) Venäjän ja Aasian kehittyvillä markkinoilla.

Aktiivisia vai passiivisia kehittyvillä markkinoilla?

Pharos käyttää kehittyvien markkinoiden sijoituksissaan aktiivisesti hoidettuja rahastoja. Pääasiallinen syy tähän on ollut puute hyvistä indeksirahastoista näillä markkinoilla - tai puute jopa tehokkaista hyvin hajautetuista indekseistä.

Prosperity Capital Management

Aktiivisesti hallinnoidun Venäjä -rahastomme sijoitusneuvoja on *Prosperity Capital Management* (PCM), joka on ruotsalaisten perustama ja Moskovasta käsin toimiva maailman suurimpiin kuuluva venäläisten arvopapereiden varainhoitaja. Uskomme paikallisen läsnäolon olevan kehittymättömillä markkinoilla ratkaisevan tärkeää.

Venäjän markkinoita ei helposti voi indeksoida. Markkinat koostuvat harvoista isoista yhtiöistä (lähinnä öljy-, puhelin- ja sähköalalla) ja lukuisista erittäin epälikvideistä pieniyhtiöistä,

joita indeksirahasto ei voisi tarvittaessa tehokkaasti ostaa ja myydä, ainakaan osuudenomistajilleen edulliseen hintaan.

PCM:n lisäarvo on syntynyt muun muassa aktiivisesta osallistumisesta markkinoiden kehittämiseen ja yritys-järjestelyjen vauhdittamiseen. 1990-luvulla yhtiö osti pienpanimojen osakkeita halvalla ja myi ne voitolla Hartwallin omistamalle BBH:lle. Viime vuonna yhtiö keräsi pienten paikallisten puhelinyhtiöiden osakkeita halvalla ja vaihtoi ne suurten alueellisten puhelinyhtiöiden osakkeisiin hyvään hintaan. Tällaisia transaktioita Venäjän ulkopuolella toimivan salkunhoitajan on erittäin vaikea toteuttaa, koska yhtiöistä ei saa tietoa kuin tapaamalla niitä ja osaamalla tulkita oikein mitä ne kertovat.

PCM:n vahvuus on siis vahvassa paikallisten olojen tuntemuksessa. Etulyöntiasema tulee hiljalleen heikkenemään markkinoiden tehostuessa, mutta kestänee vielä pitkään ennen kuin Venäjän osakemarkkinoita voi kutsua kehittyneiksi. Silloin indeksoinnista voi tulla järkevämpi vaihtoehto, mutta siihen saakka uskomme PCM:n paikallistuntemuksen tuovan lisäarvoa.

APS Asset Management

Kaukoidässä käytämme paikallista salkunhoitajaa, Singaporessa toimivaa *APS Asset Managementia* (APS), jolla on analyytikoita myös Kiinassa. Logiikka näillä markkinoilla on sama kuin Venäjällä, joskin monet Kaukoidän markkinat ovat toiminnaltaan kehittyneempiä. Silti tälläkin markkina-alueella uskomme paikallisen asiantuntemuksen tuovan lisäarvoa vielä vuosia ellei jopa vuosikymmeniä.

Mutta nämä ovat poikkeuksia. PCM:n ja APS:n osalta on syytä myös muistaa, että paikalliseen analyysiin pohjautuva lisäarvo on suhteellisen henkilösidonnaista. Aktiivisten rahastojen pärjääminen markkinoille eli vastaaville indeksirahastoille ei niiden korkeampien kustannusten takia ole läheskään varmaa ja kehittyneillä markkinoilla jopa epätodennäköistä. Koemme kuitenkin todennäköisyyden näiden rahastojen ja markkinoiden kohdalla riittäväksi, muuten emme olisi valmiita maksamaan indeksirahastoja korkeampia kuluja.

Hajauta huolella kehittyvillä markkinoilla

Kysymys siitä milloin ja kuinka paljon sijoittaa kehittyville markkinoille ei Pharoksen osalta tuota unettomia öitä. Olemme hyväksyneet sen, että lisäarvon hankkiminen sijoituksia aktiivisesti ajoittamalla ei toistuvasti onnistu keneltäkään. Pharoksen kannalta tärkeintä on päätös ylittäänsä sijoittaa näille nopeasti kehittyville (ja riskipitoisille) markkinoille. Normaalioloissa ne kattavat noin 2% osakesijoituksistamme ja tällä hetkellä olemme kurssinousun seurauksena vahvassa ylipainossa, mutta siis aivan tietoisesti.

Varsinainen ahdinkomme kehittyvien markkinoiden osalta liittyy hajautukseen. Yksittäisten maiden poliittiset ja taloudelliset riskit ovat edelleen suuret, joten sijoitusten on syytä olla hyvin hajautettuja varsinkin, jos olemme ylipainossa. Nyt Pharoksen kehittyvien markkinoiden sijoitukset ovat melko keskittyneet Venäjän markkinoille, ehkä jopa liiaksi. Kaukoidän sijoituksemme sen sijaan ovat melko hyvin hajautettuja kahdeksaan eri maahan.

Viimeaikoina on ilmestynyt useita ainakin näennäisesti kustannuksiltaan edullisia kehittyville markkinoille sijoittavia indeksirahastoja. Valikoimaan on tullut sekä hajautetummin (esim. MSCI Emerging Markets Index) että tiettyihin maanosiin (esim. Latinalainen Amerikka) ja yksittäisiin maihin (esim. Kiina) sijoittavia rahastoja. Useimmat - tai ainakin edullisimmat - ovat USAn pörssiessä listattuja indeksiosuusrahastoja, joihin Pharos ei suomalaisten viranomaisten kiellon vuoksi saa ainakaan toistaiseksi sijoittaa. Monen uuden rahaston julkaistu hallinnointipalkkio ei kuitenkaan vielä kata kaikkia rahaston kuluja ja käytännöt siitä mitä kuluja rahastoyhtiöt voivat maksattaa rahastolla vaihtelee maittain. Todellisen kuvan uuden rahaston kokonaiskuluista saa vasta toiminnan vakiinnuttua ja se pitää usein kaivaa vuosikertomuksesta, koska monet eivät (toisin kuin Seligson & Co) niitä raporteissaan julkaise.

Omia sijoituksia harkitessa kannattaa muuten huomata, että ulkomaisten rahastojen ja esimerkiksi niiden sijoittajille ”pakollisena” maksamien osinkojen (koska rahastoissa on usein vain tuotto-osuuksia) verotus on myös pääsääntöisesti suomalaiselle sijoittajalle epäedullista.

Pharoksen osalta haluamme varmistua siitä, että todella ymmärrämme mihin mahdollisesti sijoitamme varojamme. Uskomme kuitenkin, että Pharoksen osuudenomistajien kannalta tehokkaita lisäratkaisuja löytyy lähiaikoina.

Vertailuindeksillä on väliä

Yli 90% arvopaperisalkun tuotosta määräytyy allokaation mukaan eli siitä miten varat jaetaan osake- ja korkomarkkinoiden kesken. Yksi selkeimmistä tavoista päättää allokaatiosta on määritellä sijoittamiselle vertailuindeksi. Vertailuindeksin pääasiallinen tehtävä on muistuttaa sijoittajaa siitä, mikä on salkun odotettu tuotto ja kuinka paljon riskiä (tappiota) hän on valmis sietämään. Vertailuindeksistä poikkeaminen on aktiiviselle salkunhoitajalle sallittua ja passiivisellekin salkunhoitajalle muun muassa kurssiliikkeiden takia joskus väistämätöntä. On kuitenkin aina hyvä etukäteen sopia kuinka paljon poikkeamaa sovitusta allokaatiosta tai sijoitustyylistä sallitaan. Ilman päätöstä perusasioista käy helposti niin, että kyse ei enää olekaan sijoittamisesta, vaan muuttuvilla markkinoilla tapahtuvasta spekulatiosta.

Meillä Seligson & Co:lla onkin herättänyt ihmetystä kuinka jotkut suuret ns. ”kansan rahastot” ovat viime aikoina hylänneet vertailuindeksin käytön. Yleensä selityksenä on, että vertailuindeksi rajoittaa liikaa. Salkunhoitaja(t) eivät pysty vapaasti reagoimaan markkinoiden liikkeisiin, vaan heitä sitoo tietty salkun rakenne. Miten sijoittaja voi tällöin tietää miten hänen varansa tullaan jatkossa sijoittamaan? Miten voi mitata salkunhoitajan luoman mahdollisen lisäarvon, jos hänen toimintaansa ei voida verrata minkään markkinan yleiseen kehitykseen? Sijoittajien maksamat palkkiot on kuitenkin helppo pitää korkealla, kun kuluja ei voida enää vertailla vastaavien indeksirahastojen kuluihin. Pharos sijoittaa vain sellaisiin aktiivisiin rahastoihin, joilla on selkeä ja ymmärrettävä sijoitusstrategia, jonka tuloksellisuutta voidaan mitata.

Pharoksen vertailuindeksi

Pharoksen vertailuindeksi on kuvitteellinen salkku, jossa on 50% korkosijoituksia ja 50% osakesijoituksia. Pharoksen korkosijoituksia verrataan Nordea Finland Government Bond -indeksiin, joka on Nordean laskema Suomen Valtion obligaatioiden hinnankelistä kuvaava indeksi. Tässä kuvitteellisessa salkussa obligaatioiden keskimääräinen duraatio (kestoaika) on n. 5,5 vuotta. Näiden euromääräisten obligaatioiden liikkeellelaskijana on valtio, joten valuutta- tai luottoriskiä ole. Duraation takia korkoriskiä eli mahdollisuutta obligaatioiden arvon laskuun kuitenkin on.

Koska uskomme, että markkinoiden korkoriski on nyt normaalia suurempi, emme sijoita Pharoksen kaikkia korkosijoituksiin korvamerkittyjä varoja obligaatioihin, vaan sijoitamme myös lyhyen koron rahamarkkinoille. Mitä enemmän korkosijoituksistamme on lyhyen koron markkinoilla, sitä pienempi on riski rahaston arvonlaskulle, jos korot nousevat.

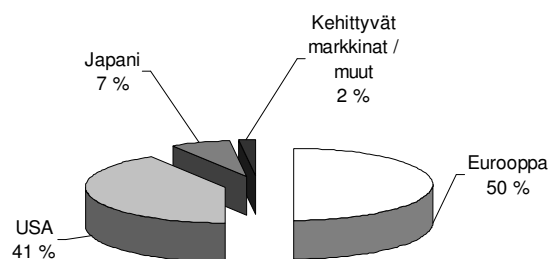
Osakesijoituksiamme verrataan kahteen indeksiin. Näistä 70%:n painoarvolla on MSCI All Country World Free, joka on Morgan Stanleyn laskema kuvitteellinen salkku, joka heijastaa koko maailman osakemarkkinoiden kehitystä. Viimeksi toukokuussa 2005 päivitettyssä indeksissä, on 48:n kehittyneen ja kehittyvän maan pörssissä vapaasti vaihdettavia osakkeita painotettuna niiden markkina-arvojen mukaisesti.

Koska Pharoksen osuudenomistajat ovat pääosin suomalaisia sijoittajia, painotamme osakesijoituksissamme Eurooppaa ja vähennämme painoa USAn osakemarkkinoilla (maailmanindeksissä yli 50%) samalla pienenee myös dollariin liittyvää valuuttakurssiriskiä. Tästä syystä 30%:n osuutta osakesijoituksista verrataan Dow Jonesin laskemaan STOXX50 indeksiin, joka sisältää 50 yritystä 17:sta Euroopan maasta. Yhtiöiden painot määrättyvät myös tässä indeksissä niiden markkina-arvojen mukaan. Luonnollisesti kaikki vertailuindeksimme ovat ns. ”tuottoindeksejä” eli indeksin arvonnekehitykseen lasketaan osingot mukaan – rahastohan osingot joka tapauksessa saa. Lisätietoja indekseistä löytyy esim.

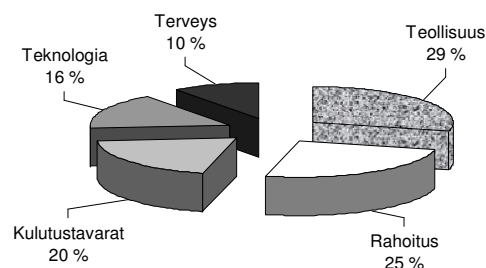
www-sivuilta www.msci.com ja www.stox.com. Stoxx -indeksiä voi seurata myös omilta www-sivuiltamme löytyvän rahastoluotaimen avulla, sillä Seligson & Co Eurooppa 50 -indeksirahasto seuraa hyvin tarkasti sitä.

Pharoksen osakesijoitukset ovat siis varsin laajasti hajautetut sekä maantieteellisesti että toimialakohtaisesti. Näiden kahden osakeindeksin yhdistelmällä sijoituksemme ovat normaalitilanteessa jakautuneet pääpiirteittäin seuraavasti:

Maantieteellinen jako:



Toimialakohtainen jako:



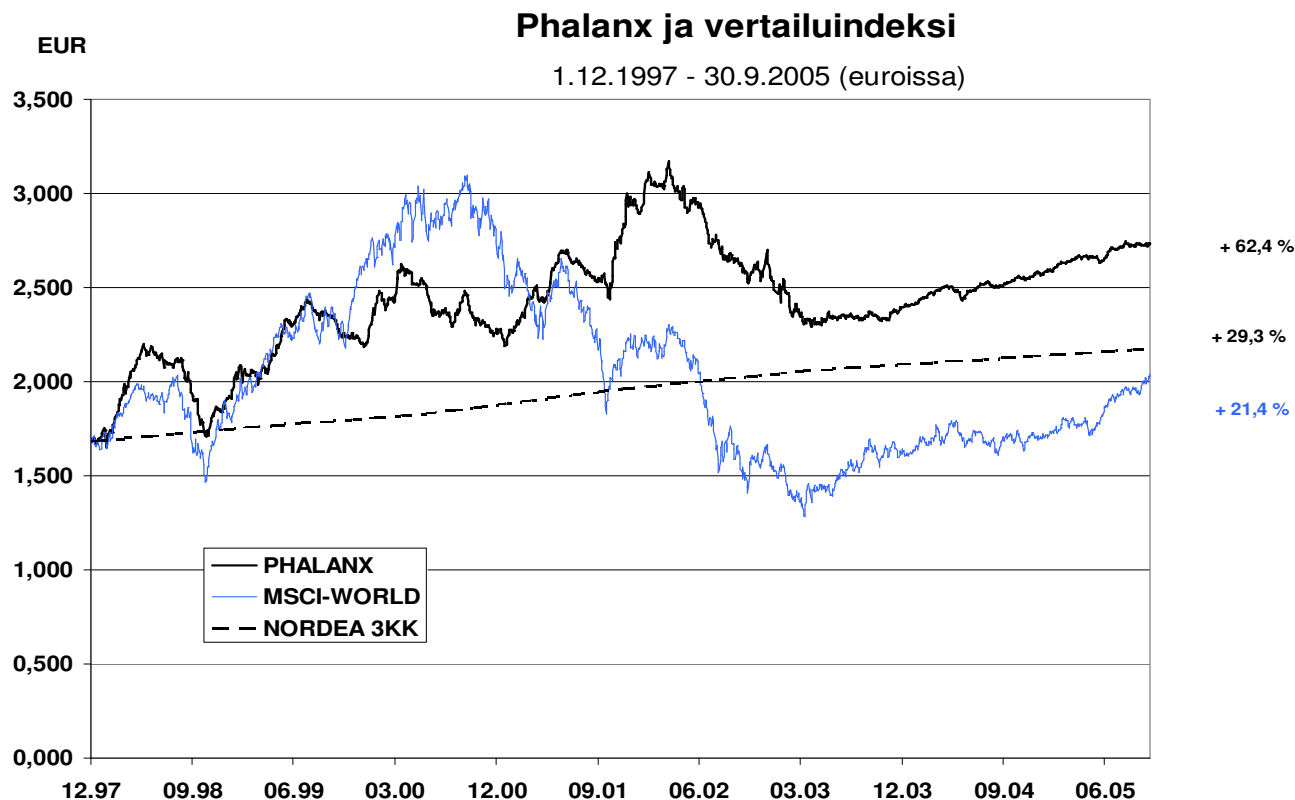
Pelkästään Suomeen sijoitettaessakin saa kyllä tukun kansainvälisesti toimivia yrityksiä, mutta indeksipainojen mukaan hajautetussa suomalaisalkussa on noin 70% teollisuus- ja teknologiaosakkeita ja esimerkiksi terveydenhoitoalan osakkeita on vain 3%.

Lopuksi haluan taas muistuttaa, että Pharos on maltillista (noin 50% varoista korkomarkkinoilla) sijoituspolitiikkaa harjoittava varainhoitorahasto, joka sopii monelle sijoittajalle ns. ydinsalkuksi. Jokaisen on kuitenkin syytä huolella miettiä itselleen eli omalle sijoitushorisontilleen ja riskinsietokyvylleen sopivaa kokonaisratkaisua ja mahdollisesti täydentää Pharos -sijoitusta muilla osake- tai korkomarkkinasijoituksilla, joko suoraan tai rahastojen kautta. Pharoksen suositellusta sijoitusajasta ja riskistä on kirjoitettu lisää rahastoesitteessä ja Pharoksen neljännesvuosikatsauksessa ¼ 2005, jotka molemmat löytyvät esimerkiksi Internet-sivustosta www.seligson.fi ja sieltä ”Esitteet ja katsaukset”.

Petri Rutanen & Seligson & Co:n varainhoitotiimi
pharos@seligson.fi

PHALANX
30.9.2005

Maailmanlaajuisesti sijoittava suojattu (hedge) osakerahasto, joka pyrkii positiiviseen tuottoon kaikissa markkinaolosuhteissa.



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.12.1997
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto, hedge -rahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	13,2
Vertailuindeksi	3kk euribor
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	0% (0,5%, jos sijoitusaika alle 6kk)
Salkunhoitaja	Martin Paasi

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,1 %	2,9 %	0,5 %	0,1 %
Vuoden alusta	5,3 %	2,8 %	1,6 %	0,1 %
1 v	7,5 %	2,5 %	2,2 %	0,1 %
3 v	5,0 %	6,4 %	7,4 %	0,2 %
5 v	16,6 %	7,9 %	17,0 %	0,2 %
Aloituspäivästä	62,4 %	9,1 %	29,3 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	6,4 %		3,3 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,15 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	0,06 %
Kaupankäyntikulut	0,00 %*
Kokonaiskulut (TKA)	1,15 %
Salkun kiertonopeus	382,77 %*
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	2,89 %
Lähipiirin omistusosuus	2,89 %

* Phalanxin kaupankäyntikulut ja kiertonopeus eivät ole verrannollisia muiden rahastojen kanssa. Phalanx käyttää osakkeiden sijasta swap -sopimuksia, joiden kulu ei näy varsinaisena kaupankäyntikuluna. Normaaliin tapaan laskettu kiertonopeusluku on harhaanjohtavan korkea, koska se muodostuu lähinnä swap -sopimusten vakuutena olevien sijoitustodistusten uusimisesta.

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
DFDS AS	Tanska	0,7 %
BONHEUR ASA	Norja	0,7 %
UNIQUE ZURICH AIRPORT	Sveitsi	0,7 %
NIHON YAMAMURA GLASS CO LTD	Japani	0,6 %
SANYO SPECIAL STEEL CO LTD	Japani	0,6 %
KYOKUTO KAIHATSU KOGYO CO	Japani	0,6 %
SEKISUI JUSHI CORP	Japani	0,6 %
NIPPON BEET SUGAR MFG CO LTD	Japani	0,6 %
CALPINE CORP	Yhdysvallat	0,5 %
ALPHARMA INC-CL A	Yhdysvallat	0,5 %

Phalanxin strategia pohjautuu akateemisiin tutkimuksiin (mm Eugene Fama ja Kenneth French) todennettuun ilmiöön siitä että yhtiöt, joiden markkina-arvo suhteessa kirjanpitoarvoon (P/B) on matala ja joiden koko markkina-arvolla mitattuna (Size) on keskimääräistä markkinaa pienempi, tuottavat sijoituskohteina muuta markkinaa paremmin.

Hedgerahastolle tyypillisesti Phalanxin volatiliteetti on alhainen. Lisäksi rahaston rakenteellinen riski on hedgerahastoksi suhteellisen alhainen, koska sekä ostettu että myyty salkku ovat strategian mukaisesti erittäin laajoja - yrityskohtaista riskiä ei siis juuri ole.

Tästä huolimatta on mahdollista, että ostetun salkun arvo alenee ja myydyin salkun arvo nousee, jolloin rahaston arvo saattaa laskea huomattavasti.

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden kolmannella neljänneksellä Phalanxin arvo nousi 1,1% (1,8%) volatilitietin ollessa 2,9% (2,6%) (viime neljänneksen luvut suluissa). Kaksi viimeisintä kuukautta ovat olleet rahastolle hankalia ja näin kolmannen neljänneksen tuotto jäi vaatimattomaksi volatilitietin noustessa hieman. Vuotuinen tuotto ylittää kaikkea huolimatta edelleen tavoitteiden mukaiseen 7,5%:iin.

Japani, nousevien kurssien maa?

Kulunut neljännes on ollut Phalanxille vaikea ennen muuta Japanin osakemarkkinoiden kohtalaisen voimakkaan elpymisen johdosta.

Phalanxin Japani -osio on vähentänyt salkun tuottoa, vaikka olemmekin olleet deltaneutraaleina Japanissa, missä suuret tunnetut yhtiöt ovat menestyneet pienempiä paremmin. Ilmiö on vaikeasta ennustettavuudesta huolimatta hyvin tavanomainen yleisen kurssikehityksen muuttaessa suuntaa - niin kuin Japanissa nyt näyttäisi tapahtuvan (korostan: näyttäisi, tämä on henkilökohtainen arvio, ei tietoa).

Suurten sijoittajien muuttaessa allokaatiopäätöksiään ja siirtäessä suurehkoja sijoitusvaroja maanosasta toiseen kohdennetaan sijoitukset ensiksi uusien markkinoiden likvidimpeihin tuotteisiin. Tällaisia ovat esimerkiksi tunnetuimmista yrityksistä koostuvat indeksiosuusrahasot.

Tällaisessa tilanteessa sijoitusstrategiamme ei luonnollisestikaan menesty – meidän sijoitamme pieniin halpuihin yrityksiin ja myymme suuria kalliita yrityksiä lyhyeksi. Eli kun suurimpien (ja markkinoillaan kalliiden) yritysten kurssit nousevat, Phalanxin arvo laskee.

Toisaalta olemme varautuneet tällaisiin tilanteisiin hajauttamalla strategian toteutuksen kolmeen eri maanosaan. Näin ollen parin viime kuukauden negatiivinen tuotto onkin jäänyt vain prosentin kymmenyksen tasolle.

Japanilaisten kalliiden osakkeiden kallistuminen ennestään näkyy myös salkun tunnusluvuissa: myydyn salkun Japaniosion keskimääräinen Price-to-Book -arvo on kivunnut 6,6:een muutaman yhtiön kovan kurssinousun seurauksena. Myös Yhdysvalloissa on käynyt näin, vaikka kyseisten osakkeiden kurssit ovat laskeneet (keskimääräinen yrityskoko on laskenut jopa noin kahdeksalla miljardilla edelliseen neljänneksen verrattuna). Näiden yritysten kirjanpitoarvo on siis laskenut sitäkin enemmän.

Euroopassa pienten ja halpojen yritysten kirjanpitoarvot ovat jatkaneet tasaista heikkenemistään, keskimääräisten markkina-arvojen säilyessä ennallaan, ja näiden P/B yltääkin nyt 1,7:ään. Eurooppa edustaakin nyt näin tarkasteltuna kalleinta maanosaa ostetussa salkussamme (!).

Portf. factors vs. Mkt	P/B	Size	ViM	Success
L O N G USA	1,1	662	28,0%	48,1
Europe	1,7	748	21,3%	56,8
Japan	0,8	356	10,5%	57,1
Average	1,2	587	19,5%	54,4
Universe (6.225 shrs)				
S H O R T USA	9,1	35 817	4,1%	51,0
Europe	5,8	21 595	4,0%	52,1
Japan	6,6	8 862	4,2%	60,7
Average	7,0	42 128	8,1%	54,6

Phalanxin vaikeudet Japanissa saattavat hyvinkin jatkua vielä jonkin aikaa. En silti aio tehdä asialle mitään, koska minulla ei ole kristallipalloa, joka kertoisi milloin pääomavirta taas alkaa valumaan pienempiin arvo-osakkeisiin. Pysin kuitenkin välttämään nettomääräistä lyhyeksi myyntiä Japanissa.

A brand new start of it – vai lopun alkua?

Yhdysvalloissa sen sijaan nettomääräisestä lyhyeksi myynnistä tuskin on haittaa. Päinvastoin, luulisin.

Viime aikaisten tietojen mukaan asuntojen keskimääräiset hinnat laskivat Manhattanilla kolmannella neljänneksellä 13%, mikä on hurja luku asuntojen hinnanmuutokselle.

Uutinen on kuitenkin lakonisesti toteamalla, että hinnat ovat kuitenkin 10% korkeammalla kuin vuosi sitten. Ovatkohan poikkeuksellisella velkavivulla asuntonsa ostaneet uutisesta yhtä rauhallisia? Vai onko tämä lopun alkua? Rehellisesti sanottuna: en tiedä.

No, kvartaalilukujen käsittely medioissa tuppaa tekemään viilipytyistäkin voita. Phalanxin tulevaisuudennäkymät ovat kuitenkin samat kuin aina ennenkin. Onhan strategiaa tutkittu puolueettomasti 27 vuoden ajalta. Siihen ei kvartaaliuutisointi pure ja sillä linjalla Phalanx jatkaa.



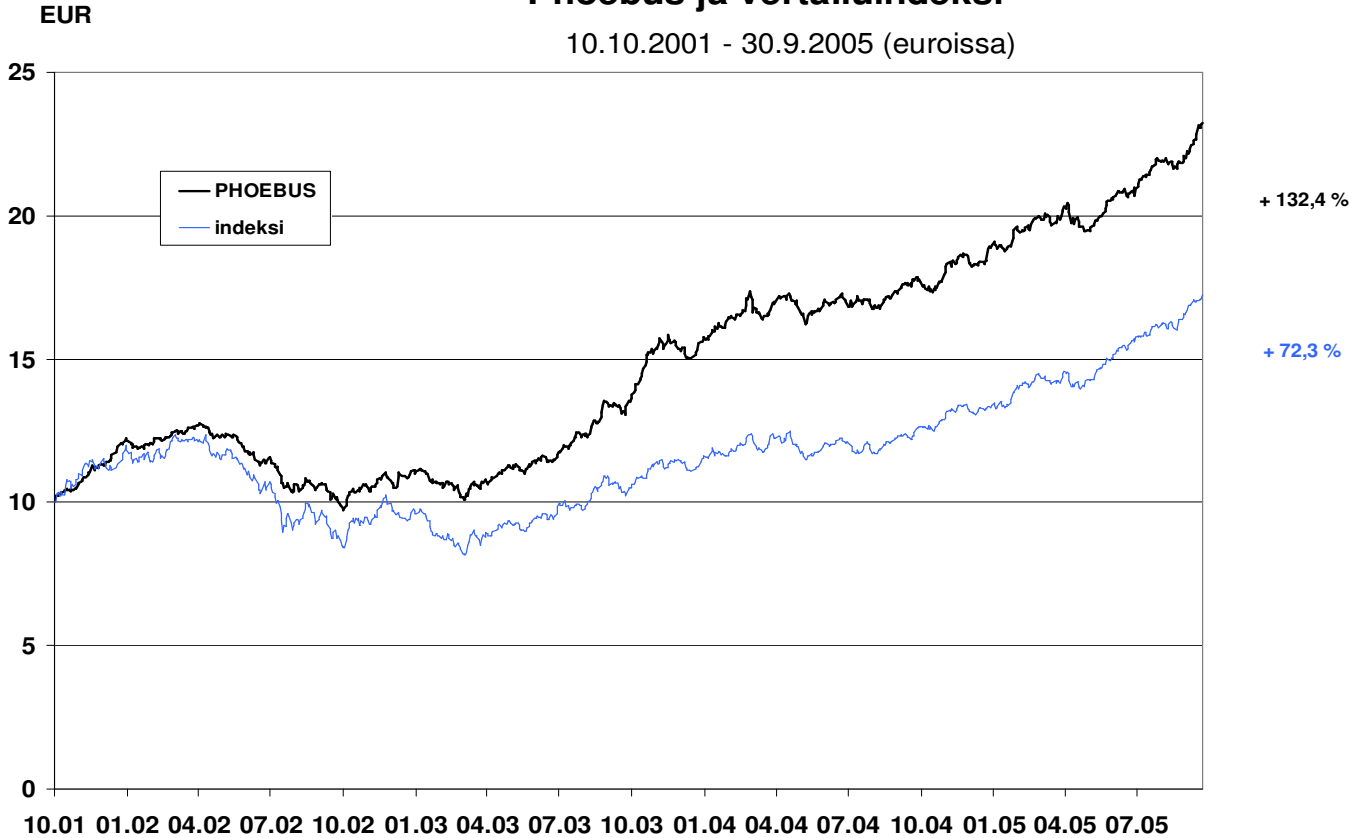
Martin Paasi, salkunhoitaja
martin.paasi@seligson.fi

PHOEBUS
30.9.2005

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

Phoebus ja vertailuindeksi

10.10.2001 - 30.9.2005 (euroissa)



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	19,3
Vertailuindeksi	75% HEX Portfolio Tuotto, 25% MSCI AC World Free NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	0% (1%, jos sijoitusaika alle 12 kk)
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	11,8 %	7,3 %	11,1 %	7,3 %
Vuoden alusta	25,9 %	7,7 %	30,0 %	8,2 %
1 v	30,6 %	7,9 %	39,7 %	8,1 %
3 v	129,3 %	9,8 %	90,8 %	11,9 %
Aloituspäivästä	132,4 %	10,1 %	72,3 %	13,8 %
Aloituspäivästä p.a.	23,6 %		14,7 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,26 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	0,49 %
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,31 %
Salkun kiertonopeus	11,31 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	9,97 %
Lähipiirin omistusosuus	20,59 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
EXEL OYJ	Suomi	10,1 %
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	9,4 %
STOCKMANN A&B	Suomi	8,9 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	8,2 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	7,5 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	6,1 %
VACON OYJ	Suomi	5,1 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,2 %
AIR LIQUIDE	Ranska	3,6 %
PUUHARYHMÄ OYJ	Suomi	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Rahaston kehitys

Pörssihuuma jatkui alkusyksystä. Phoebuksen vertailuindeksi nousi kolmannella neljänneksellä kokonaiset 11,1%. Tämä oli jo kymmenes peräkkäinen nousuneljännes, joista kahdeksan on ollut poikkeuksellisen hyviä. Älkää kuvitelko tämän jatkuvan kovinkaan kauan.

Phoebus pysyi yllättäen markkinoiden tahdissa, nousten 11,8%, vaikka kassamme on edelleen iso ja osakkeemme keskimääräistä vakaampia. Vuoden alusta Phoebus on kuitenkin hävinnyt markkinoille, nousten 25,9% markkinoiden noustessa 30,0%.

Toimintansa alusta Phoebus on tuottanut 132,4% vertailu-markkinoiden tuottaessa 72,3%.

Pyrin toki pitkällä aikavälillä markkinoita parempaan tuottoon, mutta ei ole mitään takeita, että siinä onnistuisin. Päinvastoin, kertoimet ovat meitä vastaan, lähinnä rahaston hallinnointipalkkiosta johtuen.

Potkikaamme renkaita!

Palasin äskettäin salkkuyhtiömme Puuharyhmän yhtiökokouksesta, joka pidettiin Tervakosken Puuhamaassa. Paikalla oli kuuden yhtiön edustajan lisäksi vain neljä sijoittajaa. Nopeasti hoidettujen formaliteettien jälkeen saimme tilaisuuden käydä mielenkiintoisen epävirallisen keskustelun yhtiön lähes koko johdon kanssa sekä tutustua omistamaamme huvipuistoon tarkemmin. Tämä muistutti minua siitä, kuinka hyödyllistä on silloin tällöin käydä potkimassa sijoituskohteidemme renkaita.



Osake ei ole lottokuponki. Se on osuus yrityksestä. Tämän muistaa parhaiten, kun yrittää tutustua mahdollisimman läheisesti omistamiensa yhtiöiden toimintaan. Normaalisti yhtiökokous ei ehkä tässä mielessä ole kovin hyödyllinen, mutta monen pienemmän yhtiön kohdalla se on oiva tilaisuus nähdä missä sijoitusrahat oikeasti ovat töissä (tässä tulee hieman mieleen USA:n tietöiden yhteydessä olevat mainiot kyltit: ”Your Tax Dollars At Work”).

Metsäsijoittamisessa jokaiselle on itsestään selvää, että tuotto tulee puiden kasvusta. Jokainen, joka on nähnyt männyn kasvavan ymmärtää, että tämä vaatii suhteellisen pitkää sijoitushorisonttia. Ehkä juuri siksi ei ole olemassa mitään Reuters/Bloomberg -ruutuja, joilta reaaliajassa voisi seurata mäntyjensä kasvua?

Osakesijoittamisessa kyse on aivan samalla tavoin siitä, että tuotto tulee firman kasvusta. Sitä ei vain aina tule ajatelleeksi, ehkä osin siksi, että osakkeita hinnoitellaan koko ajan.

Analogia on kiinnostava myös siksi, että osakesijoitukset ovat kiinteistö-sijoituksia (kuten metsää) riskialttiimpia. Tämä luonnollisesti tarkoittaa, että niiden aikajänteen pitäisi olla pidempi kuin metsäsijoituksen. Mutta kuinkahan usein näin todella on?

”Renkaiden potkiminen” on oiva tapa pakottaa itsensä suhtautumaan sijoituksiinsa oikealla tavalla eli keskittyä yritysten liiketoimintaan niiden osakekurssien sijaan. Suositelenkin jokaiselle osakesijoittajalle, että peruuttaa sijoituslehtien tilaukset, sulkee teksti-tv:n pörssisivut ja lähtee kävelemään ”omaan metsäänsä” eli tutustuu yhtiöhinsä tarkemmin.

Myynnit ja ostot

Salkkumme ei kolmannen neljänneksen aikana paljon muuttanut, kuten ei pidäkään. Sijoitin noin 20% kassastamme kuuden ulkomaisen salkkuyhtiömme lisäostoihin (Handelsbanken, Securitas, Air Liquide, ADP, State Street ja Walmex). Rahastoon kuitenkin virtasi uutta rahaa ja osinkoja sen verran, että kassamme on edelleen 9% rahaston arvosta.

Suomalaisyhtiöidemme osakkeita en ole ostanut. Tämä ei ole sattumaa. Mielestäni suomalaiset osakkeet ylipäänsä ovat melko korkealle arvostettuja sekä suhteessa ulkomaisiin osakkeisiin että suhteessa osakkeiden konservatiivisesti arvioituun ”oikeaan” arvoon (olettaen normaalimpaa korkopäristöä). Olkaamme siis hieman varovaisia.

Yhtiöidemme kehitys

Vuosineljänneksen tärkein tapahtuma salkkuyhtiöissämme oli Handelsbankenin hallituksen puheenjohtajan Arne Mårtenssonin (54) päätös lähteä kolmeksi vuodeksi purjehtimaan maailman ympäri. Mårtensson aloitti toimitusjohtajana vuonna 1991 ja siirtyi hallitukseen vuonna 2001.

Pankin laadusta kertoo paljon se, että jatko oli heti selvä. Nykyinen toimitusjohtaja Lars Grönstedt (51) siirtyy puheenjohtajaksi ja pääomamarkkinaosaston vetäjä Pär Boman (43) toimitusjohtajaksi. Boman on ollut pankin palveluksessa jo vuodesta 1991.

Headhuntereita tässä ei tarvittu. Ehkä kaikista yleisin hyvän yhtiön merkki onkin mielestäni juuri se, että talon sisällä kasvaa riittävästi kykyjä, jotta jatkuvuus on kaikissa olosuhteissa taattu. Handelsbankenissa tämä on ilmeistä.

Yhtiöidemme kvartaalituloksia en ole aiemmin näissä raporteissa analysoinut, enkä aio aloittaa nyt. Yleisenä huomiona on kuitenkin syytä todeta, että firmoilla menee tällä hetkellä poikkeuksellisen hyvin, pitkään jatkuneen korkeasuhdanteen ansiosta. Kun samaan aikaan tulokset ovat huippuhyviä ja osakkeet – suhteutettuna hyviin tuloksiin – melko kalliita, alitajunnassa on syytä heilua pieni punainen lippu.

Se ei kerro siitä, että pitäisi poistua osakemarkkinoilta. Se kertoo, ettei pidä odottaa kymmenen menneen kvartaalin tapaisen kurssinousun jatkuvan ikuisesti. Pitkällä aikavälillä osakekurssien voi odottaa seuraavan yhtiöiden liiketoiminnan kasvua – ei enempää, mutta ei myöskään vähempää.



Anders Oldenburg, salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi

PHOEBUS YHTIÖISTÄ



Suominen on ollut tähän saakka surkeimpia suomalaisia omistuksiamme. Aivan huono sekään ei toki ole ollut – nykyisten osakkeidemme markkina-arvo on 23% hankintahintaa alempi, mutta kokonaisuudessaan olemme itse asiassa noin 28% plussalla. Ero johtuu siitä, että realisoin osan osakkeistamme vuonna 2003 ja ennen kaikkea siitä, että olemme vuosien saatossa saaneet 220.000 euroa osinkoina (32% kokonaissijoituksestamme).

Mitä tästä opimme? Pitkäjänteisen sijoittajan kannalta osingot ovat erittäin tärkeä tuoton lähde, jota ei sovi vähätellä. Itse asiassa, mitä pidempi on sijoitus aika, sitä tärkeämpiä osingot ovat.

Fakta on kuitenkin, että Suominen on ollut minulle yhtiönä selvä pettymys.

Kirjoitin katsauksessamme 1/2002, että ”pidän Suomisen potentiaalia parantaa tulostaan ehkä parhaimpana kaikista Phoebuksen sijoituskohteista”. Arvioni meni aika lailla täysin metsään. (Olisikohan pitänyt käydä enemmän potkimassa renkaita...?)

Vuodesta 2001 yhtiön kuitukankaiden myynti on laskenut 12% ja tulos puoliintunut. Joustopakkauksilla on mennyt vielä heikommin. Yhtiö on laajentunut toimitusketjussa eteenpäin kuitukankaiden jatkojalostukseen kalliilla yritysostolla, joka on tähän saakka tuonut lähinnä murheita. Uusi toimitusjohtaja, jota kehuin, sai potkut. Kaiken kukkuraksi Suomisen tulos laski tappiolle tänä vuonna.

Pitäisikö osakkeet siis myydä?

Kun yritys on kahdeksan vuotta taantunut, kuten Suominen, tämä on erittäin oikeutettu kysymys. Jos yrityksen tuloksen huononeminen johtuu suhdanteista, se ei ole vaarallista (kunhan kilpailukyky säilyy). Suhdannekuoppa ei kuitenkaan kestä näin kauan.

Suomisen osalta taantumisen yksi syy on markkinoiden ylikapasiteetissa, joka johtuu suurelta osin dollarin heikkenemisestä – vienti Euroopasta USA:han on tyrehtynyt, mikä on johtanut ylitarjontaan Euroopassa. Markkinoiden kasvaessa 4-5% vuodessa, ylikapasiteetti on syöty ehkä 4-5 vuodessa.

Muitakin syitä on siis oltava. Eräs niistä on muoviraaka-aineiden hintojen poikkeuksellisen vahva nousu öljyn korkean hinnan takia. Itse asiassa Suomisen kuitukankaiden tuloksen huononeminen vuoden 2003 lopusta tähän päivään selittyi lähes kokonaan tällä.

Mutta – onko yhtiö, joka kohtaa kaikilla liiketoiminnan osa-alueillaan ongelmia, vain huono-onninen, vai onko siinä jotain perusteellisemmin pielessä? En tiedä, mutta alkaa tuntua huolestuttavalta. Pidän edelleen Heikki Bergholmia poikkeuksellisen fiksunä ja mukavana kaverina, ja hän on edelleen vahvasti sitoutunut Suomiseen (omistaen 7,3% firmasta). Mutta en pidä hänen viimeaikaisista tuloksistaan - eikä hän kyllä itsekään pidä niistä.

Mitä siis tehdä? Olen päätenyt siihen, että juuri nyt ei ole oikea aika tehdä mitään. Osakekurssi heijastaa yhtiön vaikeuksia ja ainakin raaka-aineongelma tulee helpottumaan öljyn hinnan normalisoituessa. Tämä on varmaa. Siksi haluaisin nähdä mihin Suominen pystyy siinä ympäristössä ennen kuin vedän pidemmälle menevät johtopäätökset. Samalla Heikki saa aikaa laittaa jatkojalostustoiminnan kuntoon.

Aika näyttää miten se onnistuu. Riskinä Suominen ei joka tapauksessa enää ole meille olennainen, koska kurssin lasku ja se, etten ole nostonut omistustamme pariin vuoteen, on painanut yhtiön osuuden salkustamme vain 2,3 prosenttiin.



Esittelin tanskalaisen tuulimyllyvalmistajamme Vestaksen edellisen kerran katsauksessamme 1/2003. Kahdessa ja puolessa vuodessa moni asia on ehtinyt muuttua, ei vähiten osakekurssi, joka on noussut 150%.

Väitin silloin, että poliittinen riski on osakekurssin kannalta ratkaisevassa osassa ja sen väistyessä osakkeessa on potentiaalia. Se oli hyvä arvaus. Kuten olettaa saattoi, USA ei ole lopettanut tuulivoiman tukemista, vaikka tukiaisten jatko oli pari vuotta sitten epävarmaa. Kun tilanne on rauhoittunut, markkinoiden kasvu on kiihtynyt – ne kasvanevat noin 25% tänä vuonna kolmen hiljaisemman vuoden jälkeen – ja sijoittajat ovat uudelleen lämmenneet Vestasia kohtaan.

Vaikka markkinatilanne on parantunut, yhtiö ei tällä hetkellä ole kunnossa. Tämä johtuu siitä, että Vestas osti viime vuonna Tanskan toiseksi suurimman tuulimyllyvalmistajan NEG Miconin. NEG on aina ollut surkeasti hoidettu yritys ja sen integroinnissa riittää tekemistä.



Ditlev Engel,
Kuva: Vestas
Wind Systems A/S

Integrointi ilmeisesti maksoi myös edellisen toimitusjohtajan Svend Sigaardin työpaikan. Hänen tilalleen haettiin – yhtiön ulkopuolelta – nuori Ditlev Engel (41), joka aiemmin toimi maaliyhtiö Hempelin toimitusjohtajana. Uuden johdon hakeminen ulkopuolelta on kyseenalaista, vaikka se tässä tapauksessa onkin tavallista ymmärrettävämpää (koska neutrali vaihtoehto voi olla hyväksi NEGin integroinnissa).

Uusi toimitusjohtaja onkin ensi tehtäväkseen asettanut uuden strategian – ”The Will to Win” – ja vaikuttaa erittäin kunnianhimoiselta. Tavoitteet tuntuvat järkevilä. Vestas pyrkii lähivuosina nostamaan selvästi kannattavuuttaan, kasvun kustannuksella, kuten markkinajohtajan kuuluukin tehdä. Vestas on noin 35% markkinaosuudella maailman selvästi johtava yhtiö alallaan.

Tavoitteena on saavuttaa liiketulos, joka vastaa 10% liikevaihdosta. Tänä vuonna tulos ennen integrointikulua tulee olemaan luokkaa 3-4% myynnistä ja kertaluonteisten kulujen jälkeen tulosta ei todennäköisesti juurikaan jää. Tavoite on tarkoitus saavuttaa vuonna 2008.

Jos Engel onnistuu, osake on melko konservatiivisesti hinnoiteltu, joskaan ei aivan halpa. Vestasin liikevaihto tulee tänä vuonna olemaan noin 3,3 miljardia euroa. Liiketulostavoite vastaisi siis 330 miljoonaa. Yhtiön markkina-arvo on tänään 3,2 miljardia (kurssi DKK137) ja nettovelkaa Vestasilla on noin 400 miljoonaa euroa. Yhtiön kokonaisarvo (3,6 mrd) suhteessa potentiaaliseen liikevoittoon (330m) on siis 11x, joka verojen jälkeen vastaa ”velatonta P/E-lukua” noin 16x. Nopeasti kasvavalle markkinajohtajalle tämä ei ole liikaa.

Kysymys kuuluukin: saavuttaako Ditlev Engel tavoitteensa? Näkisin suurimman riskin siinä, että hän nuorena ja kunnianhimoisena ajaa yhtiötä liian kovalla kädellä, jolloin sen kulku toimialan kehityksen kärjessä saattaa vaarantua. Aika näyttää miten käy.

Vestas on melko hyvä esimerkki siitä, miten optimistisia sijoittajat tänään ovat. Jos kaikki menee hyvin, osake on järkevästi hinnoiteltu. Varaa pettymyksille kurssissa ei ole. Uskallan luvata, että palatessani asiaan taas kolmen vuoden päästä osake ei ole uudestaan 2,5-kertaistunut. Mutta potentiaalia markkinoiden tuottoa parempaan kehitykseen Vestasilla ehdottomasti on edelleen.

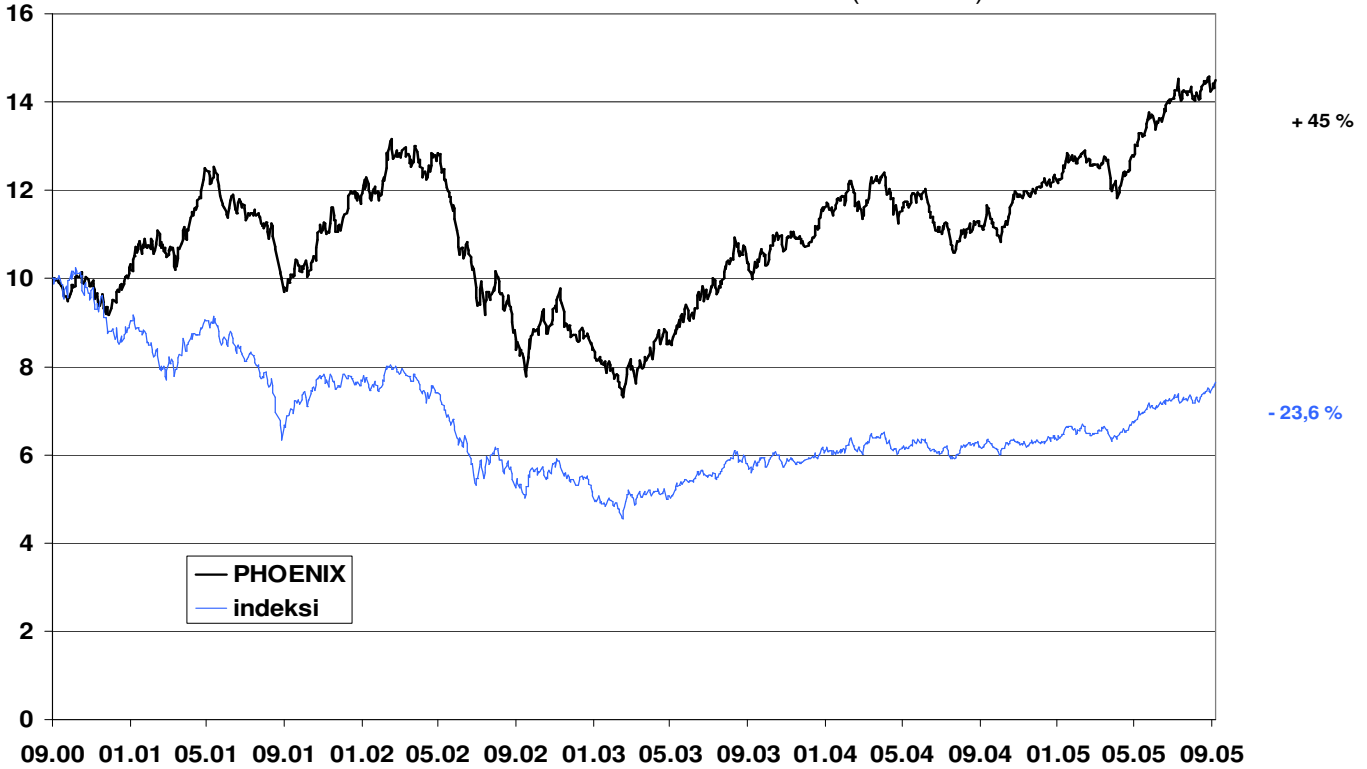
PHOENIX
30.9.2005

Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti historiallisesti alhaisesti arvostettuihin osakkeisiin.

Phoenix ja vertailuindeksi

25.9.2000 - 30.9.2005 (euroissa)

EUR



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	8,8
Vertailuindeksi	MSCI All Country World Free NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,0 %	9,6 %	8,1 %	10,9 %
Vuoden alusta	19,2 %	11,6 %	21,6 %	10,6 %
1 v	29,1 %	10,9 %	23,4 %	10,6 %
3 v	72,3 %	16,2 %	45,7 %	15,3 %
5 v	45,3 %	17,4 %	-23,6 %	17,8 %
Aloituspäivästä	45,0 %	17,4 %	-23,6 %	17,8 %
Aloituspäivästä p.a.	7,7 %		-5,2 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,13 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,56 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,69 %
Salkun kiertonopeus	154,12 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	9,37 %
Lähipiirin omistusosuus	12,64 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SAMSUNG ELECTRONICS-GDR REGS	Korean tasavalta	5,3 %
BOLIDEN AB	Ruotsi	5,1 %
ALLIANZ AG-REG	Saksa	5,0 %
RENTOKIL INITIAL PLC	Iso-Britannia	3,8 %
RHODIA SA	Ranska	3,6 %
SUN MICROSYSTEMS INC	Yhdysvallat	2,9 %
KING PHARMACEUTICALS INC	Yhdysvallat	2,8 %
CAP GEMINI SA	Ranska	2,7 %
SVENSKA CELLULOOSA AB-B SHS	Ruotsi	2,7 %
TENET HEALTHCARE CORP	Yhdysvallat	2,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden kolmannen neljänneksen aikana rahaston arvo kasvoi 7,0% Morgan Stanley World –indeksin noustessa 8,1%. Tarkasteltaessa vuosi taaksepäin on rahaston kasvu ollut 29,1% ja vertailuindeksin 23,4%. Markkinat ovat siis olleet hurjassa nousuvadossa; olkaamme tyytyväisiä niin kaun kuin se jatkuu. Pakko on kuitenkin tunnustaa, että markkinoiden voima – jyräten nousunsa alle hurrikaanit ja pilviähipovat öljynhinnan spekulatiot – on yllättänyt ainakin minut.

Myös Yhdysvaltain keskuspankki jatkoi koronnostojaan, huolimatta siis hurrikaaneista ja öljyn hintaennätyksistä. Syyskuussa se nosti lyhyttä ohjauskorkoaan jo 3,75%:iin, mikä tosin ei ole korkea taso verrattuna noin 4%:in vauhdissa olevaan inflaatioon. Siksi markkinoilla odotetaan koronnostojen jatkuvan. Kasvanut korkoero Eurooppaan verrattuna vahvistaa dollaria, jonka arvo nousikin jonkin verran kuluneen vuosineljänneksen aikana. Ja kuten todettu, myös öljyn hinta jatkoi ylöspäin etenkin johdannais-markkinoiden siivittämänä ja markkinoiden onustellessa jalostus-kapasiteetin ehtymistä. Selitykset öljyn hintakehitykselle senkun paranevat ja spekulanttien joukko kasvaa.

Saksassa vaalit päättyivät pattitilanteeseen, joka taas kerran katkoo siipiä jo hieman päätään nostaneelta optimismita. Kulutuskysyntä laski sekä heinä- että elokuussa. Odotettu Euroopan elpyminen antaa siis taas odottaa itseään ja korkomarkkinat – ja sitä kautta myös osakekurssit – ovat taas saaneet kyytiapua yhä ylöspäin.

On hyvä muistaa, että reaali- ja osakemarkkinat eivät terveestä kasvusta huolimatta ole juurikaan nousseet viimeisen vuoden aikana, minkä voidaan katsoa johtuneen pitkälti koronnostoista. Kuka tahansa voi arvailla eurooppalaisten korkojen suuntaa lähikuukausina, mutta jos ne vastoin odotuksia liikkuisivat ylöspäin se tuskin olisi hyväksi osakekurseille.

Eurooppalaisten osakemarkkinoiden erikoisuuksiin kuuluu tätä kirjoitettaessa Parmalatin paluu pörssiin. Noin kaksi vuotta sitten innostuin ostamaan Parmalatin velkakirjoja ja sitten kävi niin kuin kävi. Yhtiön markkina-arvo on itseasiassa korkeampi nyt kuin ostohetkellämme, mutta velkapositiosta konvertoitujen osakkeidemme arvo on edelleen vain noin puolet ostoarvostaan. Ero tulee kaikista niistä veloista, joiden olemassaolosta ei silloin tiennyt kukaan, mutta jotka nyt on myös konvertoitu osakkeiksi. Tulee olemaan mielenkiintoista seurata, miten paljon vahingonkorvauksia Parmalatin hallinnoija Enrico Bondi saa puristettua sotkuun sekaantuneilta pankeilta. Toistaiseksi hän on varmistanut noin 300 miljoonaa euroa vapaaehtoisesti sovitteilta pienemmiltä osallistujilta. Vaatimukset suurimpia pankkeja kohtaan nousevat noin 10 miljardiin euroon.

Phoenix 5 vuotta!

Phoenix aloitti toimintansa 25.9.2000. Rahasto on siis nyt viisivuotias, mikä on sinänsä kunnioitettava ikä suomalaiselle rahastolle, mutta erittäin lyhyt aika kansainvälisessä perspektiivissä. Siitä huolimatta lienee välitilinpäätöksen aika: mitä on saatu aikaan ja mitä on odotettavissa?

Viidessä vuodessa rahaston arvo on noussut 43%, mikä vastaa noin 8%:in vuosituottoa. Vertailuindeksimme on samana aikana laskenut 24% eli tehnyt tappiota noin -4,5% annualisoituna.

Voidaanko tästä vetää se johtopäätös, että strategiassamme on järkeä? Ehkä – mutta aikajänne on liian lyhyt mihinkään varmoihin toteamuksiin. Pitää myös muistaa, että allekirjoittanut on hallinnoinut rahastoa vasta viisivuotiskauden puolivälistä. Vaikka rahasto on edelleen keskittynyt erikoistilanteisiin, on silti helppo havaita, että olen ollut jonkin verran varovaisempi kuin edeltäjäni. Tämä on tietenkin haitannut nousumarkkinalla, jolla olemme viime vuodet eläneet. Rajusti velkaantuneiden yhtiöiden kurssinousut ovat olleet vielä räjähdysmäisempiä kuin terveellä taseella elävien.

Peruutuspeiliin katsoen voisi sanoa, että aggressiivisempi strategia olisi ollut paikallaan viimeiset kolme vuotta. Mutta olisiko sellainen järkevää pidemmällä tähtäimellä? Markkinat tulevat jatkamaan liikettään milloin ylös, milloin alas – mielestäni tärkeää on tarjota osuudenomistajille malli, joka toimii yli suhdannesyörien. Toisin sanoen välttää laskusuhdanteesta tuhoamasta kaikkea sitä, mitä nousun aikana on saavutettu.

Miten nykyinen Phoenix sitten eroaa siitä, millainen rahasto oli aloittaessaan? Lyhyesti: olen muuttanut joitakin lukuihin perustuvan arvioinnin painopisteitä, tuonut mukaan laadullisen arvioinnin – tai ainakin laajentanut sitä – sekä selvästi aiempaa varovaisemman metodin riskienhallintaan.



Phoenix –rahasto lähti tuhkasta lentoon jo viisi vuotta sitten – skål!

Suurin eroni edeltäjään on asenne tarkasteltavien yhtiöiden velkaantumista kohtaan. Oman strategiani kulmakivi on ollut EV, enterprise value, eli markkina-arvon lisäksi myös yhtiön velkaantumisen huomioonottava kokonaisarvo. Samalla on myös suhdeluvun ”hinta / kirjanpitoarvo” merkitys vähentynyt, vaikkakin edelleen arvioin yhtiöitä käyttäen lähtökohtana tietyllä tavalla muokattua kirjanpitoarvoa.

Rahaston nykyisillä yhtiöillä on siis pienempi velkaantuneisuusaste – poikkeuksena Calpine, josta kirjoitin viime raportissani – koska olen sitä mieltä että tiettyyn yhtiöön liittyvä erikoistilanne on jo sellaisenaan riittävän suuri riski. Jos yhtiö sen lisäksi joutuu kamppailemaan heikon taseen kanssa, on tervehtyminen entistä epävarmempaa.

Hyvä kassavirta on erittäin tärkeä, kun yhtiön kurssia koetetaan kääntää. Ja sen merkitys vain kasvaa, jos yhtiö on velkaantunut. Kassanvirran kestävyys vaikeissa tilanteissa on suorassa suhteessa liiketoiminnan laatuun. Siksi laadullinen arviointi on saanut tärkeän aseman yhtiövalinnoissamme.

Jos yhtiöllä on kestävä liiketoimintamalli ja vahva markkina-asema, kestää se enemmän kolhuja kuin päinvastaisessa tilanteessa. Myös johdon kompetenssin merkitys korostuu erikoistilanteissa, vaikka sen arviointi ei olekaan helppoa, etenkin silloin kun kyseessä olevaa yhtiötä johdetaan salkunhoitajasta katsoen toiselta puolen maapalloa. Yritän kuitenkin parhaani: pyrin aina vierailemaan yhtiöissä, tarkastelemaan johdon aiempia saavutuksia sekä keskustelemaan kilpailijoiden kanssa. Ja juuri tässä mielessä on omasta hallitustyöskentelyn kautta hankitusta ”teollisesta” kokemuksestani ollut hyötyä sekä tilanteiden arvioinnissa että tiedonhankinnan kanavien avaamisessa.

Phoenixin riskienhallinnassa on kolme pääkohtaa. Ensimmäinen on yksinkertainen: salkussa tulee olla vähintään 30 erikoistilannetta ja minkään yhtiön paino ei saa nousta yli 5%:in. Käytännössä salkussa on aina ollut yli 40 yhtiötä, jaettuna kolmeen eri kategoriaan sen mukaan missä elpymisprosessin vaiheessa ne ovat. Maksimipainot ovat 5% kategorian 1 yhtiöille, 2,5% kategorian 2 yhtiöille ja 1% kategorian 3 yhtiöille.

Toisena riskienhallintakriteerinä ovat erikoistilanteiden ominaispiirteet. Olen jakanut erikoistilanteet neljään eri luokkaan ja yritän pitää niitä kutakuinkin tasapainossa. Erikoistilanteiden päätyypit ovat yrityskaupat, liiketoiminnan muutosprosessit, sisäiset syyt (karkeat virhearvioinnit, petokset, jne.) ja suhdanteista johtuvat tilanteet.

Kolmas kriteerini on vaikein: täysin henkilökohtaisiin näkemyksiin perustuva arvio erilaisten yhtiöiden ”markkina-suosiosta”. Tavoitteena on siis välttyä siltä, että koko salkku täytyisi yhtiöistä, jotka nyt eivät vaan satu olemaan muodissa. Siksi yritän pitää jonkinlaista tasapainoa myös kasvu- ja arvoyhtiöiden, suurten ja pienten yhtiöiden sekä eri toimialojen välillä. Tätä voitaneen pitää erityisen tärkeänä juuri nyt, kun takana on yksi kaikkien aikojen pisimmistä arvo- ja pienyhtiöiden noususuhdanteista. Vastareaktion merkkejä on ilmassa, mutta kukaanhan ei tiedä milloin se tulee. Tasapaino on siksi tärkeää.

Hajautus ja riskienhallinta on strategiassamme tärkeää siksi, että epävarmuustekijöitä on niin paljon. Ainoa asia, mitä erikoistilanteista voidaan sanoa varmaksi on se, että niitä syntyy koko ajan uusia. Jos niitä ei aiheuta inhimillinen epätäydellisyys, niin sitten ainakin maailmanlaajuiset rakennemuutokset. Talouskehityksellä on taipumuksena luoda jatkuvasti nahkaansa ja etsiä uusia uria.

Tavoitteenani on saada aikaiseksi mahdollisimman tasapainoinen kansainvälinen osakesalkku, niin että myös eri toimialat olisivat edustettuina ilman suuria vinoutumia. Tärkein ero useimpiin muihin kansainvälisiin osakerahastoihin verrattuna on keskittyminen vain erikoistilanteisiin ja siten salkkuun valittavien yhtiöiden arvostustaso. Jos voimme pitkällä aikavälillä ostaa halvemmalla kuin markkinan keskiarvo, niin voimme myös odottaa ajan myötä parempaa tuottoa.

Teoriassa tämä toimii ja teen parhaani, jotta se toimisi myös käytännössä. Meitä vastaan ovat kuitenkin rahaston hallinnointikulut ja salkun muutoksiin liittyvät kaupankäyntikulut. Ei ole siis mitään takeita siitä, että onnistumme, mutta yritän niin hyvin kuin pystyn - ja olen laittanut myös omiani likoon onnistumisen puolesta. Toivokaamme siis seuraavan viiden vuoden olevan yhtä palkitsevia kuin näiden ensimmäisten.



Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi

SELIGSON & CO SUOMI -INDEKSIRAHASTO
 30.9.2005

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)


Suomi -indeksirahasto seuraa Helsingin pörssin Benchmark -osakeindeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	24,5
Vertailuindeksi	OMX Helsinki Benchmark Cap_GI
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Martin Paasi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	10,9 %	9,8 %	11,2 %	9,8 %
Vuoden alusta	27,8 %	10,1 %	24,5 %	9,0 %
1 v	39,5 %	10,3 %	35,8 %	9,9 %
3 v	120,6 %	15,8 %	100,6 %	15,5 %
5 v	9,4 %	24,0 %	-6,7 %	23,4 %
Aloituspäivästä	90,6 %	26,6 %	56,8 %	27,0 %
Aloituspäivästä p.a.	9,0 %		6,2 %	

* Huom! Hintaindeksi. ** OMXH25-indeksiosuusrahaston tuottoluvuissa ei ole otettu huomioon rahastosta maksettua tuotto-osuutta. Tuotto-osuuskorjattu luku julkaistaan Internetissä www.seligson.fi. Myös Suomi -indeksirahaston ja OMXH25 -indeksiosuusrahaston vertailuindeksin arvot poikkeavat toisistaan (vaikka indeksi on sama), koska rahastojen arvonlaskenta suoritetaan eri kellonaikoina ja indeksin vertailuarvo määritellään arvonlaskennan kellonajan mukaan.

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)
1-9.2005

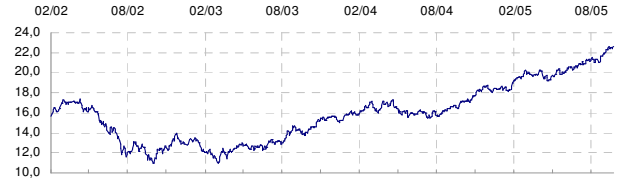
Palkkiot yhteensä (TER)	0,52 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,21 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,73 %
Salkun kiertonopeus	172,43 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,87 %
Lähipiirin omistusosuus	0,03 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	8,7 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	8,5 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	8,1 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,0 %
NESTE OIL OYJ	Suomi	5,4 %
FORTUM OYJ	Suomi	5,2 %
METSO OYJ	Suomi	3,7 %
ORION-YHTYMÄ-B SHS	Suomi	3,4 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	3,2 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	3,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

OMXH25 -INDEKSIRAHASTO
 30.9.2005

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)


OMXH25 -indeksiosuusrahasto seuraa OMXH25 -osakeindeksiä. OMXH25 -indeksiosuus on Helsingin Pörsissä noteerattu arvopaperi, jolla voi käydä kauppaa arvopaperivälittäjien kautta.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	153,6
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,11 - 0,23 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Martin Paasi

* Noteerattu Helsingin Pörsissä

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	10,1 %	9,5 %	10,3 %	9,5 %
Vuoden alusta	23,0 %	11,2 %	23,6 %	10,8 %
1 v	35,4 %	11,1 %	35,8 %	10,8 %
3 v	99,4 %	16,3 %	99,3 %	16,3 %
Aloituspäivästä	44,2 %	17,8 %	44,5 %	17,7 %
Aloituspäivästä p.a.	10,6 %		10,6 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)
1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,23 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,23 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,45 %
Salkun kiertonopeus	112,93 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,34 %
Lähipiirin omistusosuus	0,00 %

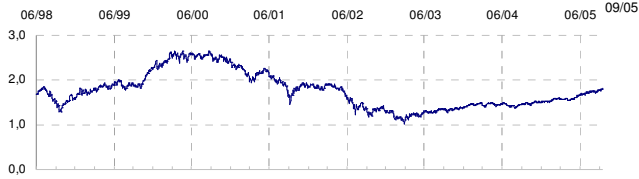
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
NOKIA OYJ	Suomi	9,9 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,7 %
FORTUM OYJ	Suomi	9,6 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	9,3 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	8,9 %
NESTE OIL OYJ	Suomi	5,4 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,9 %
KONE OYJ-B	Suomi	3,7 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	3,7 %
METSO OYJ	Suomi	3,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA 50 –INDEKSIRAHASTO
30.9.2005

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa Dow Jones STOXX 50 eurooppalaisten osakkeiden indeksää.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	43,9
Vertailuindeksi	DJ STOXX 50
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Martin Paasi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	7,3 %	12,1 %	7,4 %	12,1 %
Vuoden alusta	19,8 %	10,8 %	20,5 %	10,9 %
1 v	23,5 %	10,3 %	24,4 %	10,3 %
3 v	48,4 %	18,5 %	52,3 %	18,6 %
5 v	-26,6 %	23,8 %	-23,6 %	23,9 %
Aloituspäivästä	7,7 %	23,8 %	17,3 %	24,1 %
Aloituspäivästä p.a.	1,0 %		2,2 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,17 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,68 %
Salkun kiertonopeus	29,02 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,28 %
Lähipiirin omistusosuus	0,37 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
BP PLC	Iso-Britannia	7,6 %
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	5,2 %
VODAFONE GROUP PLC	Iso-Britannia	4,7 %
TOTAL FINA ELF SA	Ranska	4,6 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	4,3 %
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	Iso-Britannia	3,8 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	3,6 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	3,4 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	2,7 %
ROYAL BANK OF SCOTLAND	Iso-Britannia	2,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SELIGSON & CO JAPANI –INDEKSIRAHASTO
30.9.2005

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa japanilaista TOPIX Core 30™ -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	38,7
Vertailuindeksi	TOPIX Core 30™
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Martin Paasi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	21,1 %	15,8 %	21,5 %	16,2 %
Vuoden alusta	24,1 %	15,6 %	24,9 %	15,9 %
1 v	27,5 %	14,9 %	30,7 %	15,1 %
3 v	17,9 %	21,8 %	17,4 %	22,4 %
5 v	-48,3 %	24,9 %	-47,1 %	25,7 %
Aloituspäivästä	-56,5 %	25,7 %	-55,3 %	26,9 %
Aloituspäivästä p.a.	-13,5 %		-13,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,53 %
Salkun kiertonopeus	-4,58 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	1,16 %
Lähipiirin omistusosuus	0,17 %

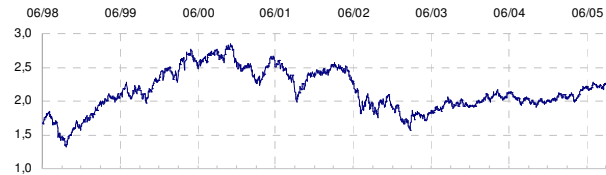
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	13,0 %
NTT DOCOMO INC	Japani	6,8 %
MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL	Japani	6,7 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	6,0 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	5,3 %
TAKEDA CHEMICAL INDUSTRIES	Japani	4,2 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,1 %
NISSAN MOTOR CO LTD	Japani	4,1 %
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	Japani	4,0 %
CANON INC	Japani	3,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 BRANDS
30.9.2005

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavamerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	27,6
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary 50% MSCI Consumer Staples
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Martin Paasi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,8 %	11,4 %	3,9 %	10,3 %
Vuoden alusta	15,4 %	12,1 %	14,3 %	11,2 %
1 v	16,6 %	11,2 %	17,1 %	10,6 %
3 v	23,2 %	16,7 %	17,9 %	14,8 %
5 v	-13,7 %	19,0 %	-15,5 %	16,6 %
Aloituspäivästä	36,6 %	19,9 %	7,4 %	16,9 %
Aloituspäivästä p.a.	4,4 %		1,0 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,09 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,69 %
Salkun kiertonopeus	-13,51 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	4,00 %
Lähipiirin omistusosuus	0,85 %

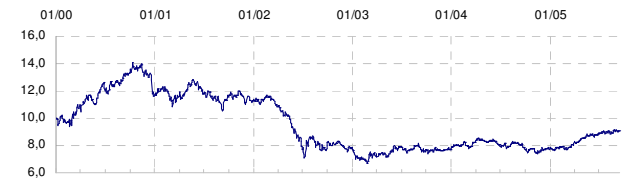
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
MCDONALD'S CORPORATION	Yhdysvallat	7,0 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	7,0 %
GILLETTE COMPANY	Yhdysvallat	6,8 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,4 %
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	6,0 %
TIFFANY & CO	Yhdysvallat	3,8 %
HERMES INTERNATIONAL	Ranska	3,8 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	3,6 %
GROUPE DANONE	Ranska	3,6 %
NINTENDO CO LTD	Japani	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella - www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS
30.9.2005

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	23,1
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Martin Paasi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,5 %	8,7 %	2,9 %	10,6 %
Vuoden alusta	16,9 %	8,9 %	18,2 %	10,9 %
1 v	12,1 %	10,9 %	9,7 %	13,1 %
3 v	15,7 %	14,0 %	7,3 %	16,5 %
5 v	-31,9 %	16,8 %	-31,3 %	19,2 %
Aloituspäivästä	-9,4 %	17,5 %	-14,5 %	19,8 %
Aloituspäivästä p.a.	-1,7 %		-2,7 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,70 %
Salkun kiertonopeus	-16,37 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	3,54 %
Lähipiirin omistusosuus	0,80 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	7,6 %
SANOFI-SYNTHELABO SA	Ranska	7,0 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,7 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	6,3 %
GENENTECH INC	Yhdysvallat	5,3 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	4,6 %
MERCK KGAA	Saksa	4,4 %
AMGEN INC	Yhdysvallat	4,2 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	4,2 %
TAKEDA CHEMICAL INDUSTRIES	Japani	3,8 %

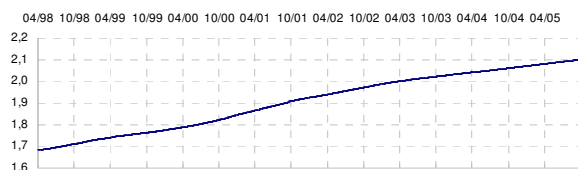
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella - www.seligson.fi

Euro-obligaatioindeksirahaston vertailuindeksi muuttuu lokakuusta 2005 alkaen. Uusi vertailuindeksi on **EFFAS Bond Indices Euro Govt All**.

RAHAMARKKINARAHASTO AAA

30.9.2005

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	108,1
Vertailuindeksi	3 kk rahamarkkinaindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 %
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,4 %	0,1 %	0,5 %	0,1 %
Vuoden alusta	1,4 %	0,1 %	1,6 %	0,1 %
1 v	1,9 %	0,1 %	2,2 %	0,1 %
3 v	6,5 %	0,1 %	7,4 %	0,2 %
5 v	15,3 %	0,2 %	17,0 %	0,2 %
Aloituspäivästä	24,9 %	0,2 %	27,8 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	3,0 %		3,3 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,20 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,22 %
Salkun kiertonopeus	137,0 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 63%, AA 31%*
Salkun korkoriski (duraatio)	3 kk
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,07 %
Lähipiirin omistusosuus	1,23 %

* Rahastossa on myös pankkien talletustodistuksia, joilla ei ole luottoluokitusta.

SUURIMMAT OMISTUKSET

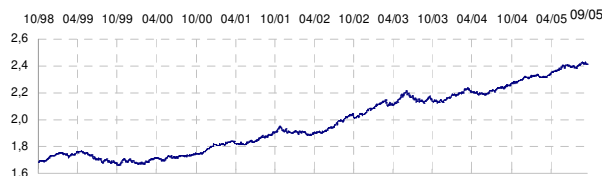
	Maa	Osuus rahastosta
Valtion velkasitoumus 10.01.2006	Suomi	23,9 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 07.11.2005	Suomi	7,4 %
Sijoitustodistus Nordea 12.01.2006	Suomi	5,5 %
Sijoitustodistus OKO 31.10.2005	Suomi	4,6 %
Sijoitustodistus SEB 07.11.2005	Suomi	4,6 %
Sijoitustodistus SEB 14.11.2005	Suomi	4,6 %
Sijoitustodistus SHB 5.12.2005	Suomi	4,6 %
Yritystodistus Kapiteeli 16.1.2006	Suomi	4,6 %
Sijoitustodistus Sampo 17.01.2006	Suomi	4,6 %
Skandinaviska Enskilda Banken ECP 06.02.2006	Suomi	4,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO

30.9.2005

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien lainojen indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	31,6
Vertailuindeksi	Reuters Euro Government
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,3 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,2 %	2,6 %	0,1 %	2,4 %
Vuoden alusta	4,5 %	2,7 %	5,0 %	2,9 %
1 v	7,1 %	2,7 %	8,0 %	2,9 %
3 v	18,5 %	3,5 %	20,2 %	3,6 %
5 v	38,8 %	3,4 %	41,2 %	3,4 %
Aloituspäivästä	43,6 %	3,5 %	47,0 %	3,5 %
Aloituspäivästä p.a.	5,3 %		5,7 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina) 1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,31 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,36 %
Salkun kiertonopeus	32,54 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,60
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,95 %
Lähipiirin omistusosuus	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Valtion obl. 5,375% 04.07.02-13	Suomi	20,6 %
Valtion obl. 4,25% 04.05.04 - 04.07.15	Suomi	19,1 %
Valtion obl. 5,75% 23.2.00-11	Suomi	18,2 %
Valtion obl. 2,75% 15.09.2010	Suomi	15,9 %
Valtion obl. 5,00% 25.4.98-09	Suomi	8,1 %
Valtion obl. 3,00 % 04.07.2008	Suomi	5,5 %
Saksan Valtion Obl. 5% 4.7.2011	Saksa	3,5 %
Valtion obl. 2,75% 04.07.2006	Suomi	3,2 %
Valtion obl. 5,00% 23.5.01-4.7.07	Suomi	2,1 %

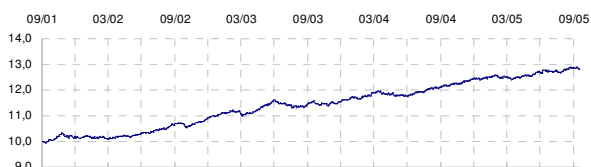
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

Euro Corporate Bond –rahaston vertailuindeksi muuttuu lokakuusta 2005 alkaen. Uusi vertailuindeksi on **Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index**.

EURO CORPORATE BOND

30.9.2005

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	14,5
Vertailuindeksi	Reuters Euro Corporate Bond
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,4 %	2,3 %	0,7 %	2,1 %
Vuoden alusta	3,2 %	2,4 %	4,5 %	2,3 %
1 v	5,3 %	2,4 %	7,1 %	2,4 %
3 v	19,6 %	3,0 %	24,7 %	3,0 %
Aloituspäivästä	28,1 %	3,0 %	33,5 %	3,0 %
Aloituspäivästä p.a.	6,3 %		7,4 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	0,37 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	-
Kaupankäyntikulut	0,13 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,50 %
Salkun kiertonopeus	15,28 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 18%, AA 14%, A 32% BBB 36%
Salkun korkoriski (duraatio)	4,65
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	0,86 %
Lähipiirin omistusosuus	0,02 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Valtion obl. 5.75% 23.2.00-11	Suomi	10,2 %
Valtion obl. 5,375% 04.07.02-13	Suomi	6,4 %
Bayer AG JVK 6,00%, 10.04.2012	Saksa	4,0 %
UPM-Kymmene JVK 6,125% 23.01.2012	Suomi	3,9 %
Gas Natural Finance JVK 6,125 % 10.02.2010	Espanja	3,9 %
Telefonica Europe BV JVK 5,125 % 14.2.2013	Alankomaat	3,8 %
Volvo treasury Ab JVK 5,375% 26.01.2010	Saksa	3,8 %
DEGUSSA AG JVK 5,125 % 10.12..2013	Saksa	3,7 %
Fortum Oyj JVK 4,625 % 19.11.2010	Suomi	3,7 %
KPN NV JVK 4,75% 05.11.2008	Alankomaat	3,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

RAHASTOJEN TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ

Standardipoikkeama / volatiliiteetti

Riskimittari, joka kuvaa rahaston arvon heilahtelua. Tunnusluku lasketaan ainoastaan mikäli rahastolla on vähintään 12 kuukauden tuottohistoria. Laskennassa käytetään päivävahavintoja ja luku ilmoitetaan prosentteina vuodessa.

Tracking error / aktiivinen riski

Tracking error mittaa sitä kuinka tarkasti rahaston tuotto seuraa vertailuindeksin tuottoa. Suuri luku eli korkea aktiivinen riski merkitsee sitä, että rahaston tuotto suhteessa vertailuindeksin tuottoon on vaihdellut voimakkaasti. Pieni aktiivinen riski taas tarkoittaa, että rahaston tuotto lähes seuraa vertailuindeksin tuottoa. Tunnusluku lasketaan ainoastaan mikäli rahastolla on vähintään 12 kuukauden tuottohistoria.

Salkun kiertonopeus

Kertoo kuinka suuri vaihtuvuus rahaston arvopapereilla tietyllä ajanjaksolla on. Luku lasketaan vähentämällä tehtyjen ostojen ja myyntien yhteissummasta merkintöjen ja lunastusten yhteissumma (summa1). Salkun kiertonopeus on saadun luvun (summa1) suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esimerkiksi kiertonopeus 100% tarkoittaa, että tarkastelujakson aktiiviteetillä rahaston arvopaperit ovat keskimäärin vaihtuneet vuositasolla kerran.

Jos kiertonopeus on negatiivinen tarkoittaa se, että salkunhoitajan käymän arvopaperikaupan kokonaisvolyymi on ollut pienempi kuin rahaston merkintöjen ja lunastusten.

Kaupankäyntikulut

Rahaston pääomasta veloitettavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla.

Total expense ratio / TER

Kertoo rahaston perimien kulujen osuuden prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Luku sisältää rahaston pääomasta veloitettavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, mahdolliset tilinhoito- ja muut pankkikulut sekä mahdollisen tuottosidonnaisen palkkion. TER –luku ei kuitenkaan sisällä kaupankäyntikuluja, jonka vuoksi raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut.

Kokonaiskulut / TKA

Kaikkien rahastopääomasta veloitettavien kulujen (TER + kaupankäyntikulut + mahdolliset muut kulut) summa prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. Pharoksen osalta luku sisältää myös kohderahastojen kulut.

Välityspalkkiot lähipiirille

Prosenttiosuus rahaston tarkastelujaksolla maksamista välityspalkkioista, jotka on maksettu rahastoyhtiön kanssa samaan kirjanpidolliseen konsolidointiryhmään kuluvalle sijoituspalveluyritykselle tai luotto-laitokselle.

Korkoriski (duraatio)

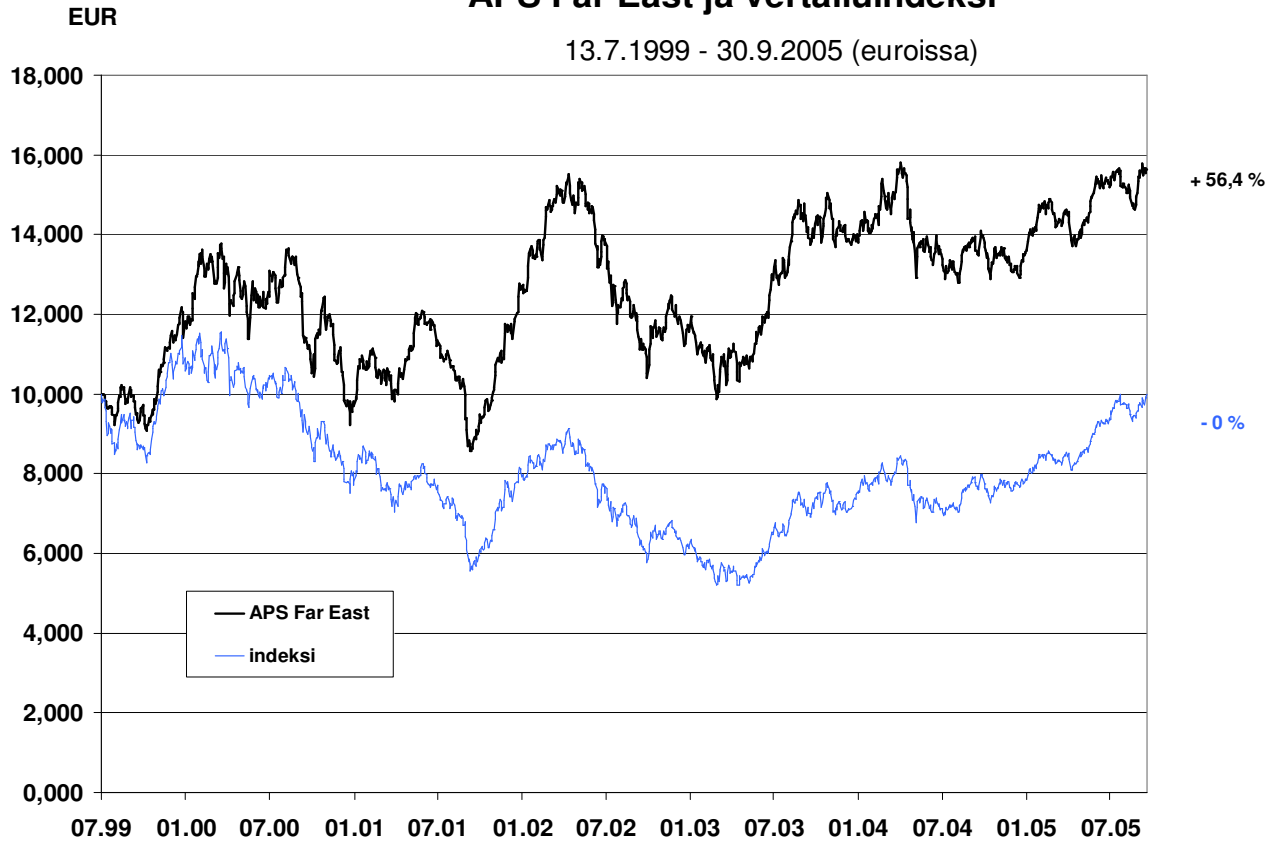
Duraatio ilmaisee korkosijoituksen korkoriskin yhtenä lukuna. Korkoriski on käytännössä sijoituksen markkina-arvon herkkyys korkotason muutokselle. Matemaattisesti duraatio lasketaan joukkolainan kassavirtojen (vuotuiset kupongit ja lainan pääoman takaisinmaksu erääntymisessä) pituuksien pääomilla painotettuna keskiarvona ja ilmaistaan vuosina. Kun korkotaso muuttuu (+/-) x % muuttuu joukkolainan arvo (-/+) duraatio * x %.

APS FAR EAST
30.9.2005

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Kaukoidän osakemarkkinoille.

APS Far East ja vertailuindeksi

13.7.1999 - 30.9.2005 (euroissa)



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitä
Rahaston koko (milj. euroa)	60,1
Vertailuindeksi	MSCI AC Far East Free ex-Japan
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 – 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika on alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	APS Asset Management

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,3 %	11,5 %	8,2 %	12,6 %
Vuoden alusta	18,3 %	12,3 %	28,7 %	12,4 %
1 v	15,6 %	12,7 %	30,3 %	13,5 %
3 v	40,7 %	18,4 %	61,8 %	19,8 %
5 v	37,1 %	20,6 %	9,0 %	22,1 %
Aloituspäivästä	56,4 %	21,3 %	0,0 %	22,7 %
Aloituspäivästä p.a.	7,5 %		0,0 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituina)

1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	1,24 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,48 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,73 %
Salkun kiertonopeus	93,65 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	7,74 %
Lähipiirin omistusosuus	0,42 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	Korean tasavalta	9,2 %
TEXWINCA HOLDINGS LTD.	Hongkong	5,2 %
HANA BANK	Korean tasavalta	5,1 %
KIA MOTORS CORPORATION	Korean tasavalta	5,1 %
KOOKMIN BANK	Korean tasavalta	4,6 %
KINGBOARD CHEMICALS HOLDINGS	Hongkong	3,6 %
WANT WANT HOLDINGS LTD	Singapore	3,2 %
VENTURE CORP LTD	Singapore	3,1 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO BHD	Malesia	2,7 %
BASSO INDUSTRY CORP	Taiwan	2,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Markkinat

Rahaston arvo nousi vuosineljänneksen aikana 2,3% vertailuindeksin noustessa 8,2%.

Aasiassa etenkin Japanin ja Intian osakemarkkinat olivat vahvoja jakson lopulla ja rahastomme kohdealueelta Korea kehittyi hyvin. Kursseja kohottivat sekä toiveet suhdanteiden kääntymisestä alueiden talouksille suotaisaan suuntaan että näille markkinoille suuntautuneet rahavirrat. Alueen muut markkinat, joiden osakkeita on rahastossamme enemmän kuin sen vertailuindeksissä, olivat kehitykseltään selvästi vaisumpia.

Koreassa markkinat nousivat uusiin huippulukemiinsa. Osakkeistamme Kia Motors ja Hana Bank nousivat yli 20% pelkästään syyskuun aikana. Myös Jiangsu Expressway palautui takaisin paremmille urille pitkähkön vaikean jakson jälkeen raportoiden myös odotettua paremman osavuosituloksen.

Rahasto jäi jälkeen indeksituotosta myös siksi, että rahastossa oli indeksiin verrattuna ylipainoa teollisuusyrityksissä. Näistä esimerkiksi PihSiang ja Globe Union kehittyivät jakson aikana heikosti. Tämä johtui ainakin osittain siitä, että sijoittajien huomio kiintyi jostain syystä raaka-aineiden hinnannousun aiheuttamiin lyhyen tähtäimen huoliin. Kummatkin yritykset näkevät kuitenkin pidemmän aikavälin toimintaympäristössä uusia mahdollisuuksia ja ovat suunnanneet liiketoimintaansa siten, että ne voivat hyötyä ennakoituista rakenteiden muutoksista.

Vierailimme äskettäin Taiwanissa ja näkemämme ja kuulemamme perusteella olemme edelleen vakuuttuneita siitä, että sekä PihSiang että Globe Unionin tulevaisuuden näkymät ovat hyvät.

Uusi sijoitus

Rahaston uusiin sijoitus on taiwanilainen Hon Hai, joka on yksi Aasian kaikkein menestyneimpiä sopimusvalmistusyrityksiä. Yhtiön oman pääoman tuotto on viimeisen viiden vuoden aikana ollut noin 25% ja sen liikevaihto on kasvanut vakaalla noin 30%:n vuositahdilla. Liikevaihdolla mitattuna Hon Hai on Taiwanin suurin yritys.

Hon Hai aloitti toimintansa vuonna 1974 valmistamalla muovisia kytkimiä televisioihin, mutta on nykyisin hyvissä asemissa kasvavilla tuotealueilla kuten TFT-näytöissä, magnesiumkuorisissa elektroniikkalaitteista ja jäädytysmoduleissa. Uskomme yhtiön menestyvän erinomaisesti kilpailussa uusista sopimuksista Aasiaan ulkoistettavassa tuotannossa.

Kuvaava Hon Hain toiminnalle on matala profiili, joka käy hyvin ilmi amerikkalaisen finanssimedian yhtiötä koskevasta esittelystä: *"Hon Hai Precision Industry may be the biggest company you never heard of."* Asiakkaiden nimet puhuvat kuitenkin puolestaan, sillä Hon Hai valmistaa laitteita muun muassa Appllelle, Ciscolle, Dellille ja Sonylle.

Suomalaiset sijoittajat tuntevat Hon Hain lähinnä lahtelaisen Eimon ostaneen FoxConn -tytäryhtiönsä kautta. Hon Hai valmistaa myös joitakin Nokian puhelinmalleja Aasian markkinoille.

Yhtiö on laajentanut toiminta-alueitaan viime vuosina aktiivisesti. Vuonna 2003 se osti Motorolan matkapuhelintehtaan Meksikossa ja viime toukokuussa yhtiö otti vastuun Hewlett-Packardin australialaisten tuotantolaitosten toiminnasta. Sillä on myös noin 100 000 työntekijää Kiinassa.

Strategia

Jatkamme pitkäjänteistä tarkkaan tutkimukseen perustuvaa työtä tavoitteenamme löytää hyviä yhtiöitä kiinnostavalla arvostustasolla – emme siis lähde mukaan markkinoiden muotivirtauksiin, vaikka jäisimme joskus väliaikaisesti jälkeen markkinakehityksestä. Pyrimme rakentamaan ja ylläpitämään noin neljäkymmenen osakkeen salkkua, jonka koostumus on sellainen, että jokaisen osakkeen kohdalla voidaan nähdä useita perusteltuja syitä odottaa kurssinousua.

APS Asset Management

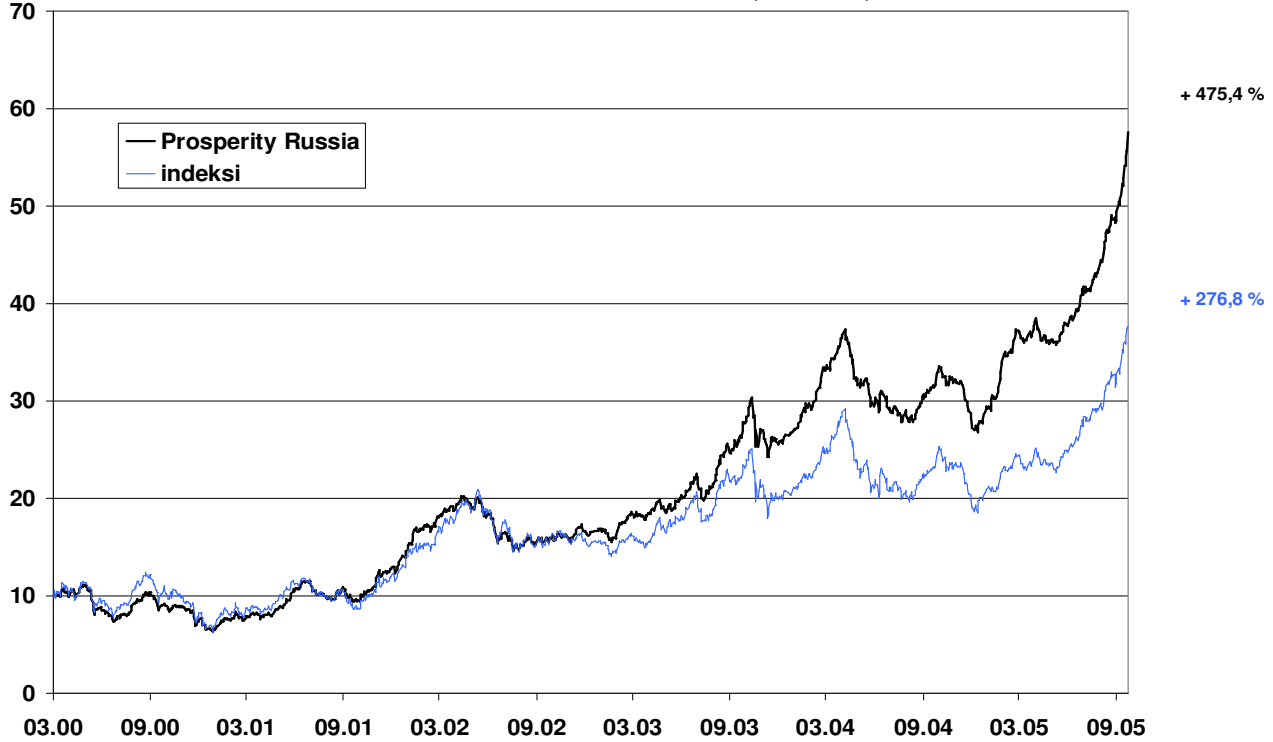
RUSSIAN PROSPERITY
30.9.2005

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Venäjän osakemarkkinoille.

Prosperity Russia ja vertailuindeksi

EUR

8.3.2000 - 30.9.2005 (euroissa)



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	46,0
Vertailuindeksi	RTS1 - Interfax
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Martin Paasi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	44,7 %	15,5 %	42,6 %	20,5 %
Vuoden alusta	101,1 %	14,4 %	85,1 %	18,4 %
1 v	82,2 %	16,4 %	62,0 %	21,5 %
3 v	267,6 %	20,5 %	145,6 %	28,4 %
5 v	535,0 %	23,4 %	266,4 %	33,7 %
Aloituspäivästä	475,4 %	24,7 %	276,8 %	36,1 %
Aloituspäivästä p.a.	36,9 %		26,9 %	

* Huom! Hintaindeksi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT (annualisoituna)

1-9.2005

Palkkiot yhteensä (TER)	2,94 %
Tuottosidonnainen palkkio (sis. TER-lukuun)	1,45 %
Kaupankäyntikulut	0,52 %
Kokonaiskulut (TKA)	3,46 %
Salkun kiertonopeus	11,93 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Tracking error	35,10 %
Lähipiirin omistusosuus	0,30 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
LUKOIL-US\$	Venäjä	8,4 %
SURGUTNEFTEGAZ-PFD \$US	Venäjä	5,3 %
BASHNEFT- RTS PFD US\$	Venäjä	4,7 %
WIMM-BILL-DANN FOODS-US\$	Venäjä	4,5 %
BASHKIRENERGO-\$US	Venäjä	4,0 %
TYUMEN OIL-BOARD US\$	Venäjä	3,8 %
RITEK - \$US	Venäjä	3,8 %
CENTRAL TELECOMMUNICAT-PFD \$	Venäjä	3,8 %
VIMPELCOM-SP ADR	Venäjä	3,5 %
YUZHNAVAYA TELECOMMUNICAT-PFD\$	Venäjä	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi



SIJOITUSNEUVOJALTA

Vuoden 2005 aikana Venäjän markkinat ovat päässeet eroon vielä vuodenvaihteessa Jukos -jupakkaan liittyneistä peloista. Kun silloin ahkerasti esitetyt synkät ennustukset ovat jääneet toteutumatta, on sijoittajien huomio kääntynyt jälleen markkinoiden perusteisiin ja tunnuslukuihin.

Rahaston arvo on vuoden alusta noussut 101,1%. Kurssien nousu ei vielääkään ole tehnyt Venäjästä mielestämme kallista markkinaa. Rahaston keskimääräinen P/E -luku on edelleen noin 8 ja EV/EBITDA noin 4,5.

Lisää rahaa jalkapalloseuralle

Kuluneen vuosineljänneksen eniten mediahuomiota herättänyt taloustapahtuma Venäjällä oli sopimus siitä, että Gazprom ostaa Sibneftin. Olemme suhtautuneet Sibneftiin skeptisesti jo pidemmän aikaa muun muassa siksi, että pääomistaja Abramovich on vaikuttanut kiinnostuneemmalta jalkapalloseurasta kuin liiketoiminnasta. Rahastolla on ollut erittäin pieni paino Sibneftin osakkeissa – ja hyvä niin, koska se on hävinnyt markkinatuotolle selvästi tämän vuoden aikana, myös kun otetaan huomioon syksyn suuret osingot (49 senttiä per osake). Myöskään Gazpromin ostotarjous ei tuonut pikavoittoja pienomistajille. Tarjoushinta oli 10 senttiä alle julkistamisajankohdan markkinahinnan eikä lisää ole odotettavissa.

Poliittisessa mielessä voitaneen kai sanoa, että kyseessä on toki öljyvarojen lisäkeskittäminen valtion käsiin, mutta on kuitenkin suotavampaa, että se tapahtuu näin kuin Jukos-tyyppisellä tavalla. Valtion osuus öljyntuotannosta on nyt noin 30% eli pääosa on edelleen yksityisillä yrityksillä ja sektorin dynaamisuus todennäköisesti säilyy jatkossakin. Sibneftin tilanteen ratkaiseminen myös selkeyttää Venäjän öljysektoria ja saattaa sitä kautta tuoda varantojen arvostusta pikku hiljaa lähemmäksi kansainvälistä tasoa.

Öljyä talouden rattaisiin

Emme missään nimessä halua liioitella öljyn osuutta Venäjän taloudessa, mutta on kuitenkin selvää, että korkeat öljynhinnat ovat luoneet erinomaista pohjaa talouskasvulle. Uskomme myös, että runsaiden öljyvarantojen ja tuotannon kasvun merkitys maailman energiakentässä vain korostuu tulevaisuudessa. Toisaalta Venäjän riippuvuus öljystä ja kaasusta on parin viime vuoden aikana itseasiassa laskenut. Edellytyksiä tälle on luonut korkotason lasku, kuluttajakäynnän vahvistuminen ja lisääntynyt teollisuustuotteiden vienti.

Suurin rahaston öljy-yhtiösijoituksista, TNK-BP -ryhmä, vahvisti tulostaan vuoden ensimmäisellä puoliskolla ja ylsi nyt yli miljardiin dollariin. Myös se, että TNK-BP maksoi elokuussa 247 miljoonan dollarin jälkiveron vuodelta 2001 on itse asiassa positiivista: vero hoidettiin sovussa ja järjestyksessä, ilman merkkejäkään Jukos -tyyppisistä kiistoista.

On väitetty, että öljyn huippuhinnat eivät hyödyttäisi venäläisiä yhtiöitä hurjan veroprogression vuoksi, vaan tynnyrihinnan ollessa yli \$27 dollaria jopa 90% rajan ylittävästä tulosta menisi verona valtiolle. Asia ei kuitenkaan ole aivan näin yksinkertainen, sillä vero ei koske myyntiä kotimarkkinoilla eikä jalostettuja tuotteita. Arviomme mukaan öljyn todellinen verotusaste kynnysinnan ylittävältä osalta on noin 75%. Ja venäläisiä öljy-yhtiöitä voidaan nykyisillä kurssitasoilla perustellusti pitää järkevinä sijoituskohteina, vaikka öljy putoaisi esimerkiksi 40:een dollariin tynnyriltä.

Suotuisa viire

Markkinat muuttuvat myös avoimemmiksi ja yhtiöiden pääomistajat ovat yhä enemmän taipuvaisia ottamaan öljytuottoja ulos myös pienosakkaita hyödyttävien osinkojen muodossa aiemmin yleisten monimutkaisten siirtohinnoittelujärjestelmien asemesta. Tämä on itseasiassa Jukos -kiistasta sijoittajille seurannut konkreettinen hyöty. Markkinoille on tullut myös useampia sijoitusmielessä kiinnostavia yhtiöitä öljysektorin ulkopuolelta.

Esimerkkinä osinkokehityksestä on Megionneftegazin 945 miljoonan dollarin osinkoera vuoden ensimmäiselle puoliskolle. Kyseessä on Venäjän kaikkien aikojen suurin ison energiayhtiön osingonmaksu. Tästä voisi päätellä, että yhtiön pääomistajat eli TNK-BP ja Sibneft ovat päättäneet voittojen tulouttamisesta nimenomaan osinkojen kautta.

Myös talouden ja sitä säätelevän lainsäädännön rakenneuudistus kulkee enimmäkseen oikeaan suuntaan. IKEAn Venäjän maajohtajan totesi osuvasti, että ”toimintaympäristö on erittäin hyvä ja huono” – ja IKEA suunnittelee noin 20 suurtavaratalon perustamista eri puolille Venäjää...

Kaiken kaikkiaan näemme edelleen Venäjällä suosiollisen perusvireen, jonka tukipilareina ovat raaka-aineiden hyvä hintataso, reipas talouskasvu, markkinan monipuolistuminen ja edelleen jatkuvat uudistukset. Ja kuten todettu, yleisessä arvostustasossa vuoden aikana tapahtunut nousu on nähdäksemme ollut ennen muuta korjausliike edellisen vuoden markkinahäiriöiden jäljiltä.

Prosperity Capital Management

SELIGSON & CO

Seligson & Co perustettiin 1997 tuottamaan nykyaikaisia, kustannustehokkaita sijoituspalveluja ennen kaikkea pitkäjänteisille sijoittajille. Palvelemme sekä yksityishenkilöitä että instituutioita Suomessa ja Ruotsissa.

Olemme ainoa Suomen johtavista sijoitusrahasto- ja varainhoitoyhtiöistä, joka on täysin riippumaton arvopaperinvälitysliikkeistä. Tämä takaa asiakkaillemme, että pyrimme aina minimoimaan muun muassa sijoitusten tuottoa rasittavia kaupankäyntikuluja.

Keskitymme asiakkaidemme saamaan lisäarvoon. Haluamme muuttaa tapaa, jolla sijoitusmaailma toimii siten, että se on asiakkaillemme oikeudenmukaisempaa, helpompaa ymmärtää ja että asiakkaidemme saama pitkän aikavälin tuotto on parempi.

RAHASTOMME

Rahastomme voidaan jakaa passiivisiin indeksi- ja korirahastoihin sekä aktiivisiin rahastoihin sen mukaan mikä on salkunhoitajan rooli rahaston sijoitustoiminnassa. Indeksirahastot ovat kustannustehokkain tapa muodostaa hyvin hajautettu perussalkku.

Näiden lisäksi tarjoamme asiakkaillemme valikoituja aktiivisesti hoidettuja rahastoja täydentämään riski-, toimiala- ja maantieteellistä hajautusta. Aktiiviset rahastomme toimivat sellaisilla maantieteellisillä alueilla tai toimialoilla joiden toiminta on vielä kehittymätöntä (Prosperity Russia, APS Far East) tai niiden sijoituspolitiikka noudattaa jotakin selvää tyyliä tai toiminta-ajatusta (Phoenix, Phoebus) tai joiden riskiprofiili poikkeaa merkittävästi tavanomaisista rahastoista (Phalanx). Varainhoitorahasto Pharos voi kattaa koko sijoitussalkun.

YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

Monimutkaiset instrumentit ja runsas kaupankäynti ovat tuottoisia välittäjille, ei sijoittajalle. Kun kaikki varainhoidossa käytetyt työkalut sopivat toisiinsa ja ovat riittävän yksinkertaisia, voidaan keskittyä oleelliseen. Kustannuksilla on merkitystä, yksinkertainen on tehokasta!



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

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

www.seligson.fi