

**PALJON
VIRRANNUT
VIINIÄ**
(s. 11)

**NELJÄ SYYTÄ
MYYDÄ**
(s.14)

**SUNT FÖRNUFT
= BRA PLAN**
(s. 29)

SELIGSON & CO

NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 3 / 2017



SELIGSON
& CO

Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLLYS

ARTIKKELIT (YMS.)

ÄLYKÄS RAHA, VIISAS SIOITTAJA	3
VASTAKKAINASETELUN AIKA ON OHI	4
SUNT FÖRNUFT GER BRA PLAN	29
TUOTON RAKENNUSPALIKAT (SARJAKUVA)	31

AKTIIVISET RAHASTOT

Varainhoitorahasto Pharos	7
Phoenix	10
Phoebus	13
Russian Prosperity Fund Euro	16
Tropico LatAm	19

KORKORAHASTOT

Rahamarkkinarahasto AAA	21
Euro-obligaatio	21
Euro Corporate Bond	22

PASSIIVISET OSAKERAHASTOT

Suomi Indeksirahasto	22
OMX Helsinki 25 ETF	23
Eurooppa Indeksirahasto	23
Aasia Indeksirahasto	24
Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	24
Global Top 25 Brands	25
Global Top 25 Pharmaceuticals	25
Kehittyvät markkinat	26

VÄLITYSRAHASTOT

DFA Emerging Markets Value	26
DFA European Small Companies	27
DFA US Small Companies	27
Spiltan Aktiefond Sverige	28
Spiltan Aktiefond Stabil	28

Historiallinen tuotto ei ole tae tulevasta.

Itse asiassa se ei kerro siitä juuri mitään.

Rahastoihin sijoitetun varallisuuden arvo voi nousta

tai laskea, eikä ole takeita siitä, että sijoitetun pääoman saa takaisin. On siis hyvä ymmärtää mihin sijoittaa ja sijoittaa vain sellaiseen, minkä ymmärtää.

Kaikki palvelut myös maksavat tavalla tai toisella ja aina on järkevää ottaa selvää siitä, mistä itse asiassa maksaa ja kuinka paljon.

Kustannuksilla on merkitystä. Jo parin prosentin vuosikulut vähentävät merkittävästi (jopa huomasti!) pitkäaikaisen sijoituksen tuottoa. Tarkemmin laskureillamme:

www.seligson.fi/suomi/sijoitustieto/tyokalut/

Tämä katsaus julkaistaan neljännesvuosittain. Sen lukuja ei ole tilintarkastettu.

Julkaisemme lisäksi kustakin rahastosta **avaintietoesitteen** sekä kaikille rahastoille yhteisen **rahastoesitteen**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoistamme ja niiden sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahastoyhtiöstä.

Suosittellemme huolellista perehtymistä rahastoesitteisiin aina ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Rahastojen viralliset **osavuosikatsaukset** (puoli-vuosittain) ja **vuosikertomukset** sisältävät mm. rahastojen tuloslaskelmat ja taseet. Viralliset katsaukset sisältävät tilintarkastetut luvut.

Julkaisumme löytyvät internetistä www.seligson.fi ja niitä voi tilata sähköpostilla info@seligson.fi tai puhelimitse 09 – 6817 8200.

Seligson & Co Oyj vastaa varainhoidosta ja rahastojen välityspalveluista.

Sijoitusrahastoja hallinnoi sen täysin omistama tytäryhtiö Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj.

Rapportering på svenska

Fondernas **faktablad**, den för alla våra fonder gemensamma **fondbroschyren** samt alla nyckeluppgifter och en del av rapporterna för de aktiva fonderna publiceras på svenska på vår webbplats, www.seligson.fi/svenska/.

Utskrifter kan erhållas per post på begäran, ring vänligen vår kundservice, tel. 09 – 6817 8200, eller skicka epost till info@seligson.fi.

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj
ja Seligson & Co Oyj, 2017

Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro
Piirroukset: Jan Fagernäs

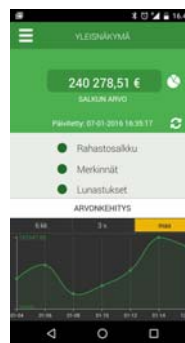
RAHASTOASIAKKUUDEN EHDOT PÄIVITETTY

Rahastoasiakkuuden ehtoihin tehtiin päivitys 1.10.2017.

Muutokset koskivat viittausta uudistuneeseen rahanpesulaikiin, alaikäisten tunnistamismahdollisuutta verkkopankkitunnuksilla ja henkilötodistuksen kopion oikeaksi todistamista.

Ehdot löytyvät verkkosivuiltamme (www.seligson.fi => "Asiakkaaksi" => sivun oikean laidan palkki) tai ne voi pyytää asiakaspalvelustamme info@seligson.fi / 09-6817 8200.

Muutokset eivät edellytä toimenpiteitä asiakkailta.



JOKO SINULLA ON TASKUSALKKU?

Seligson & Co:n mobiilisovellus löytyy sekä Android-laitteille että iPhoneille.

Taskusalkulla näet milloin vain esim. salkkusi jakauman, markkina-arvot ja niiden muutokset. Mukana ovat myös blogipalstamme, rahastojen avaintietoesitteet ja pankkitilit.

SELIGSON
& CO

Yksinkertainen on tehokasta!

ÄLYKÄS RAHA, VIISAS SIJOITTAJA

Amerikkalaisen sijoitusmedian kestoaiheita on miettiä, mitä tekee *smart money*. Käsitteellä on perinteitä meilläkin, olihan yksi ensimmäisiä kaikkien tuntemia mainoslauseita ”Viisas raha ostaa Anttilasta”. Käytän seuraavassa kuitenkin suomennosta *älykäs raha*, jotta ei synny sekaannusta Osakesäästäjien keskusliiton mainion ”Viisas raha” -lehden kanssa.

Tällä älypuhelimien, itseajavien autojen (muka!) ja internetiin yhdistettyjen jääkaappien aikakaudellakaan ei yleensä tarkoiteta, että älykästä olisi itse raha, vaan sen sijoittajat. Bitcoinin ja muiden kryptovaluuttojen pauhoihin joutuneet ovat ehkä eri mieltä, mutta pitäydyn tässä nyt euroissa, dollareissa, jne.

Kenen raha sitten saa kunnian tulla kutsutuksi älykkääksi? Määritelmät vaihtelevat. Kyseessä voi olla esim. hedgerahastot, yhtiöiden sisäpiiriläiset, varakkaimmat yksityissijoittajat, tunnetut salkunhoitajat ja muut sijoitusgurut, tai useiden näistä yhdistelmä.

Smart money -artikkelien ajatus on lähes aina sama: älykäs raha tekee nyt näin, tee sinäkin. Perässä on joskus vaikea pysyä. Suositun sijoitussivuston mukaan Apple oli syyskuun toisella viikolla älykkään rahan ostokohteiden ykkönen, mutta lokakuun alussa jo kakkosena myyntikohteiden listalla. Lokakuun artikkelissa tosin huomautettiin, että osa älykkääksi määritellyistä sijoittajista oli edelleen ostolaidalla.¹ Vinkkejä kaipaavan pitää siis valita kenen älyä seuraa.

Yksi informaatiotekniikan hedelmiä finanssialalle on, että kaikenlaisia päänäppöjä – tai hienommin sanottuna strategioita – on näppärää paketoita myytäväksi tuotteiksi. Tämä koskee tietenkin myös *smart money* -sijoittamista.

Suomalainen kokeilu älyrahan liikkeitä seuraavaksi *guru tracker* -rahastoksi lopetti alle kahdessa vuodessa, mutta USA:ssa on pari sellaista, joilla on jo vuosien historia. Molemmat seuraavat identifioimiaan huippusalkunhoitajia ja tekevät algoritmiensa mukaiset johtopäätökset näiden sijoituspäätöksistä. Jos niitä verrataan vaikkapa isoja amerikkalaisyhtiöitä passiivisesti seuraavaan S&P500-indeksirahastoon, niin näyttää tältä:

	Tuotto 5v.
Alpha Clone Alternative Alpha ETF	48,4 %
Global X Guru ETF	74,7 %
SPDR S&P500 ETF	93,1 %

Viiden vuoden kokonaistuotto, sis. tuotonjaot, 6.10.2017. (Bloomberg)

Yksinkertainen passiivisuus voitti siis älyallokoinnin vaivatta, ainakin tällä jaksolla. Olen valmis lyömään vähintään virtuaalista vetoa sen puolesta, että näin tulee käymään useimmilla tulevillakin viisivuotisjaksoilla. Lähinnä siksi, että gurutrackerit käyvät paljon enemmän osakekauppaa.

Warren Buffett ei tyytynyt virtuaaliseen vedonlyöntiin. Kymmenkunta vuotta sitten hän ehdotti vetoa, jossa hän ja haasteen vastaanottaja molemmat laittaisivat 500 000 dollaria yhteiseen pottiin, joka lahjoitettaisiin

voittajan valitsemalle hyväntekeväisyysjärjestölle. Vedonlyöntikumppani saisi valita joukon hedgerahastoja ja jos ne tuottaisivat kymmenen vuoden aikana paremmin kuin S&P500-indeksirahasto, niin hän voittaisi vedon. Kyseessä oli siis oikeastaan *smart money* -potenssiin kaksi: älykäs valitsija, joka saisi valita parhaana pitämänsä salkunhoitajat.

Maailma on pullollaan konsultteja, jotka auttavat valitsemaan hedge- ja muita rahastoja. Vaikka veto Buffettin kanssa olisi ollut mitä mainioin tilaisuus saada näille taidoille julkisuutta, ei sille löytynyt kuin yksi vastapuoli, ex-salkunhoitaja Ted Seides. Hän valitsi viisi erinomaisina pitämäänsä hedgerahastojen rahastoa – eli älyraha -potenssiin kolme!

Vedon aikajakso päättyy tämän vuoden lopussa, mutta kummatkin osapuolet ovat jo nyt vahvistaneet, että Buffett ja indeksirahasto tulevat voittamaan, ero on niin suuri.² Ehkä on syytä vielä alleviivata, että vastakkain eivät siis olleet Buffettin sijoitustaidot ja hedgesalkunhoitajat, vaan salkunhoitohuiput vastaan kenen tahansa ulottuvilla oleva indeksirahasto. Passiivisuus ja pienet kustannukset päihittivät potenssiälyn.

Entäpä sitten huippuälykkäät sijoittamisen ei-ammattilaiset, joiden tuottoa ei rasita paketoitujen tuotteiden kulut? Yksi indikaatio löytyy *Mensa Investment Clubin* tuottoja käsittelevästä tutkimuksesta.

Mensaan voisi kuulemma päästä, jos kuuluisi ihmiskunnan älykkäimpään kahteen prosenttiin. USA:n Mensan sijoituskerhossa älykkyyttä yritettiin käyttää markkinoiden ajoitukseen ja kaupankäyntiin sijoituskohteilla. Kehnosti kävi: mensalaisten tuotto vuosina 1986-2001 oli 2,5 % vuodessa eli koko jaksolla 50 %. Samaan aikaan S&P500 nousi 15,3 % vuosivauhtia, yhteensä 700 %.³

Tosioloissa toimiviin älykkäisiin sijoitusvalintoihin liittyy olennaisesti passiivisen sijoittamisen läpimurto ensin rahoitustieteessä ja tietoisuuden siitä leviäminen myös käytännön sijoittajille. Tästä lisää heti seuraavalta sivulta alkaen. Ruotsinkielinen kolumnimme (s. 29) käsittelee puolestaan yksinkertaisuuden ja pitkäjänteisyyden merkitystä sijoitussuunnittelussa.

Oikeasti älykäs raha on kärsivällistä ja pitää huolen siitä, että sijoittamisen kustannukset pysyvät kohtuullisina. Viisas sijoittaja kohdistaa huomionsa muualle kuin markkinoiden ajoitukseen tai kaupankäyntiin. Selkeät ja läpinäkyvät passiiviset sijoitusrahastot ovat erinomaisia työkaluja hyvien suunnitelmien toteuttamiseen.


Ari Kaaro
ari.kaaro@sellgson.fi

1 *These are the 5 Most Popular Smart Money Stocks ja Top 5 Stocks the Smart Money Is Selling*, MotleyFool, 11.9. ja 2.10.2017

2 *Warren Buffett's Letters to Berkshire Shareholders*, 2016, s. 21-24. Kompakti selvitys vedosta myös: *Buffett's Hedge-Fund Bet Was a Virtual Sure Thing*, Bloomberg 27.9.2017

3 *If We're So Smart, Why Aren't We Rich?*, Eleanor Laise, SmartMoney, June 2001

VASTAKKAINASETELUN AIKA ON OHI

Aikanaan eksoottisesta passiivisesta sijoittamisesta on pikku hiljaa tullut valtavirtaa. Kriitikot yrittävät joskus vähätellä trendiä puhumalla muoti-ilmiöistä, mutta passiivisella sijoittamisella on pitkät ja syvät juuret. Matkaan on mahtunut monia mutkia, törmäyksiä ja vastakkainasettelua. Maailma kuitenkin muuttuu, tässä tapauksessa parempaan päin.

Ranskalainen Louis Bachelier oli tietojemme mukaan ensimmäinen, joka systemaattisesti sovelsi edistyneempää matematiikkaa sijoitusinstrumenttien hinnoitteluun. Hänen vuonna 1900 valmistunut väitöskirjansa ”Keinottelun teoria” sisälsi mm. perustavaa laatua olevan oivalluksen: aktiivisesti kauppaa käyvän keinottelijan matemaattinen tuotto-odotus on nolla.

Tämä pitää tietenkin edelleenkin paikkansa, jos puhutaan Bachelierin tavoin johdannaisista, joihin ei liity aitoa kasvua samalla tavalla kuin esimerkiksi osakkeisiin. Kun tätä ajatusmallia sovelletaan osakemarkkinoille, tullaan johtopäätökseen että aktiivista kauppaa käyvien toimijoiden matemaattinen odotusarvo ylituotolle keskimääräiseen markkinakehitykseen nähden on nolla. Nyt menin kuitenkin asioiden edelle.

Vaikka Bachelierin tieteelliset ansiot olivat uraauurtavia, ei hän saanut suurta tunnustusta elinaikanaan, vaan kunnolla vasta yli kuusikymmentä vuotta keinottelun teorian julkaisemisen jälkeen. Silloin amerikkalainen tilastotieteen professori Jimmie Savage viritteli keskustelua oman alansa ja MIT:n taloustietelijöiden välillä ja kyseli yhdessä viestitykseen käyttämistään postikorteista (!), että ”tietääkö kukaan teistä ekonomisteista mitään yhden ranskalaisprofessorin keinottelukirjasta vuodelta 1914.”

Kukaan ei sellaisesta tiennyt, mutta yksi viestien vastaanottajista, taloustieteilijä Paul Samuelson, löysi MIT:in kirjastosta Bachelierin alkuperäisen väitöskirjan – ja innostui siitä heti. Samuelson kehitti Bachelierin ajatusten pohjalta teorian avoimilla markkinoilla kaupankäynnin kohteena olevien arvopapereiden sattumanvaraisesta hintakehityksestä eli ns. *random walk* -teorian.

Samoihin aikoihin julkaisi Chicagossa toiminut Eugene Fama väitöskirjansa ns. tehokkaiden markkinoiden hypoteesista. Sen ydinajatus voidaan tiivistää esim. niin, että arvopapereiden hinnat sisältävät jo kaiken niihin liittyvän oikeasti tiedossa olevan informaation. Pohdinnat ”väärin hinnoitelluista” arvopapereista perustuvat siten lähinnä mielipiteisiin ja muihin ennustearvoltaan kyseenalaisiin arvioihin. Onnistunut aktiivinen kaupankäynti käy tällöin hankalaksi.

Molemmat herrat saivat ansioistaan myöhemmin niin sanotun taloustieteen Nobel-palkinnon. Samuelson ensimmäisenä amerikkalaisena jo vuonna 1970 ja Eugene Fama *hieman* myöhemmin eli 2013.

Tehokkaiden markkinoiden hypoteesia alettiin muokata lähes tulkoon heti sen ilmestyttyä. Mukana ”virittelemässä” olivat myös Samuelson ja Fama itse sekä myöhemmin etenkin taloustiedettä käyttäytymistieteeseen yhdistävät tutkijat.

Vaikka tehokkaiden markkinoiden mallia ei sen alkuperäisessä muodossa enää pidetäkään täysin kuranttina, on se vaikuttanut sijoittamiseen ehkä enemmän kuin mikään muu rahoitusteorian tuotos. Harry Markowitzin hajautuksen hyödyt matematiikan kielellä selittäneen portfolioteorian kanssa se oli pohjana myös indeksirahastoille ja passiiviselle sijoittamiselle.



Sanoista teoiksi

Rahoituksen tutkijat pohtivat jo 1960-luvulla sitä, mitä käytännön seurauksia näillä ajatuksilla voisi olla. Merkittävän pohjatyön teki professori Burton Malkiel, joka kirjassaan ”Sattuman kauppaa Wall Streetilla” popularisoi tutkimustulokset suurelle yleisölle ymmärrettävään muotoon vuonna 1973.

Ensimmäiset institutionaalisille sijoittajille perustetut indeksirahastot luotiin samana vuonna. Niitä kehittämissä olivat mm. Seligson & Co:n pitkäaikaisen yhteistyökumppanin DFA:n perustajat.

Ensimmäisen suurelle yleisölle avoimen indeksirahaston, *First Index Investment Trust*, käynnisti John Bogle vuoden 1975 lopussa. Vaikka somea ei silloin ollutkaan, sai hän niskaansa kritiikin ryöpyn. Uutta rahastoa pidettiin mm. ”Boglen pölhöytenä” ja epäsanmaallisenä.

Rahastoalan historiankirjoihin jäi aikansa johtavan rahastoyhtiön Fidelityn omistajan Edward Johnsonin toikaisu siitä, että hän ”ei usko, että sijoittajien suuri enemmistö tyytyisi keskinkertaiseen tuottoon”.

Menipä komeasti metsään! Juuri passiivisten rahastojen avulla voi nimittäin varmimmin saada keskimääräistä *sijoittajaa* paremman tuoton.

Kun tarkastellaan passiivisia ja aktiivisia sijoittajia joukkoina, voidaan todeta että passiivisen sijoittamisen alhaisemmat kustannukset merkitsevät tälle ryhmälle keskimäärin aktiivista osajoukkoa korkeampia tuottoja.

Sekä markkinatuoton eli indeksin voittajat että häviäjät löytyvät aktiivisten sijoittajien joukosta. Koska aktiivisuus maksaa, on indeksille häviäjiä aina selvästi enemmän kuin voittajia. (Siis rahassa mitattuna, lukumäärän osalta ei näin tietenkään välttämättä ole.)

Rahastomaailmaan sovellettuna tämä merkitsee, että pidemmällä matkalla valtaosa aktiivisista rahastoista häviää korkeampien kulujensa vuoksi markkinatuotolle enemmän kuin passiiviset rahastot.

Rautalankamalli

Alkuperäinen tehokkaiden markkinoiden hypoteesi oli siis tavallaan rautalankamalli, jota on myöhemmin täydennetty monin tavoin. Nykyisin puhutaan mm. markkinoiden tehokkuuden heikosta, keskivahvasta ja vahvasta muodosta. Riippumatta siitä minkä asteisesta markkinoiden tehokkuudesta on kysymys, pitäisi kilpailun joka tapauksessa johtaa siihen, että tehostumista tapahtuu koko ajan.

On mielenkiintoista, että moni aktiivinenkin sijoittaja, joka uskoo löytävänsä ”väärin hinnoiteltuja” arvopapereita, tavallaan luottaa markkinoiden tehokkuuteen. Ostaessaan aliarvostetuksi uskomansa osakkeen, täytyy hänen luottaa siihen, että muut sijoittajat jossain vaiheessa oivaltavat tämän hinnoitteluvirheen ja korjaavat tilanteen.

Toinen vaihtoehto olisi pitää osaketta riittävän pitkään, jolloin markkinoiden hinnanmuodostuksesta riippumaton aito tuotto toisi hyvän tuloksen edullisen osakkeen löytäneelle. Useimmat aktiiviset hallinnoijat eivät kuitenkaan toimi näin pitkäjänteisesti.

Aktiivinen sijoittaja ajattelee siis usein (ainakin impliittisesti), että hän on vain muita aikaisemmin tunnistanut kyseisen osakkeen todellisen arvon. Tämä on varmasti mahdollista silloin tällöin, mutta on erittäin epätodennäköistä, että tietäisi jatkuvasti muita enemmän tai olisi analyysissään muita fiksumpi koko ajan, osto- ja myyntipäätöksestä toiseen.

Ja asiassa on aina tämä toinenkin puoli: myynti, tai tarkemmin sanottuna myyjä. Jokaiseen ostopäätökseen liittyy aina myös jonkun muun myyntipäätös - ja useimmissa tapauksissa kummatkin uskovat tekevänsä hyvän kaupan, siis muutenkin kuin osakevälittäjän näkökulmasta.

Joukkojen viisaus lisääntyy

Rahoitusteoria ja sen opetus on kehittynyt viimeisimmän 50 vuoden aikana valtavasti. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesi on saanut runsaasti jälkeläisiä ja käyttäytymistä tutkiva taloustiede on muokannut viimeisen parin kymmenen vuoden aikana akateemista maisemaa voimalla ja puolestaan tehostanut hinnoittelumeکانismin toimintaa. Sijoittajat joukkona ovat viisastuneet huomattavasti.

Suurin muutos on kuitenkin koskenut päätöksenteon raaka-ainetta: informaatiota. Markkinadatan saatavuus on parantunut ja hinta laskenut huomasti. Tiedon leviämisen nopeus, joka on synnyttänyt myös lieveilmiönsä, on luku sinänsä. Tämä kaikki on kaventanut aktiivisten sijoittajien mahdollista informaatioetua.

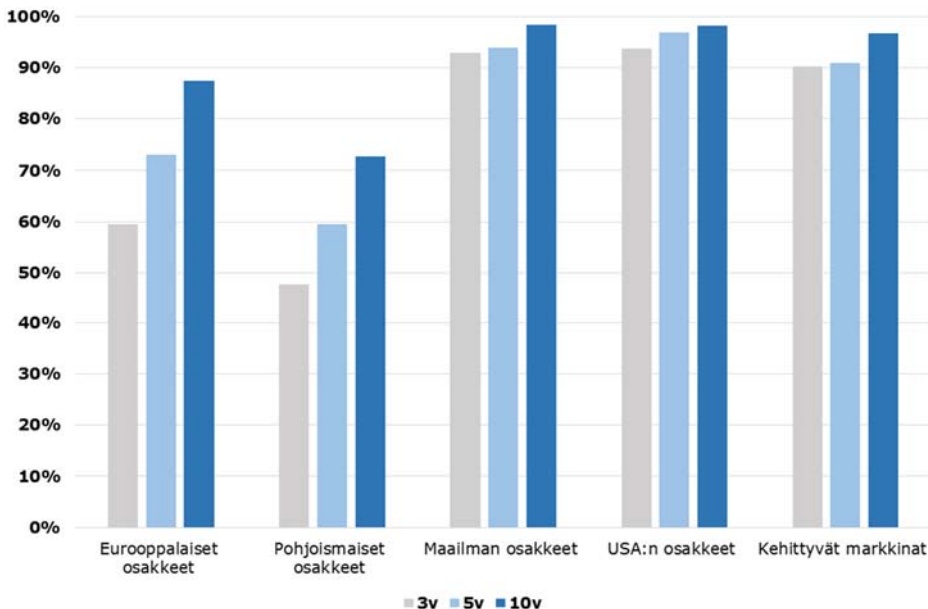
Aktiiviset sijoittajat kilpailevat ennen muuta toistensa kanssa. Passiivisen sijoittamisen lisääntymisellä on silti roolinsa tässäkin: kun suuri osa markkinoita vähemmän seuraavista sijoittajista siirtyy oikeasti passiivisiksi, niin aktiivisten keskinäisen kilpailun pitäisi vain kiristyä.

Viime vuosien kehitys näyttääkin tilastojen valossa juuri tältä. Aiemmin aktiivisten ammattilaisten menestyksen maksajien on ajateltu löytyvän mm. tavallisten yksityissijoittajien joukosta eli niistä, jotka kärsivät joko puutteellisesta markkinainformaatiosta tai tyypillisistä käyttäytymisen taloustieteen osoittamista taloudellisesti tuhoisista käyttäytymismalleista.¹

Aste-eroja

Kustannustason lasku saattaa erityisen pahaan rakoon niin sanotut piiloindeksirahastot. Siis sellaiset, jotka

INDEKSIIN VOITTAMINEN VAIKEUTUU SIOITUSAJAN PIDENTYESSÄ



S&P Dow Jones on jo 15 vuotta ylläpitänyt tilastoa aktiivisten rahastojen menestyksestä verrattuna yhtiön valikoimasta löytyvään relevanttiin indeksiin.

Kuvassa vasemmalla tilanne tämän vuoden puolivuotiskatsauksesta Euroopassa: mitä korkeampi pylvä, sitä suurempi osa ko. markkinalle sijoittavista rahastoista on hävinnyt vastaavalle S&P Dow Jones -indeksille.

Esimerkiksi eurooppalaisiin osakkeisiin sijoittavista aktiivisista rahastoista oli kesäkuun loppuun päättyneellä kolmen vuoden jaksolla hävinnyt indeksille 59,5 %, 5 vuoden periodilla 73 % ja 10 vuoden jaksolla jo yli 87 %.

Vertailtaessa indeksirahastoihin ovat tilastot samansuuntaisia, vaikkakaan eivät aivan yhtä dramaattisia, koska myös indeksirahastoilla on (pienet) kulunsa.

Lähde: SPIVA® Europe Mid-Year 2017 Scorecard

veloittavat aktiivisen salkunhoidon palkkiot, mutta hoitavat salkkuja kuitenkin vertailuindeksiä melko läheisesti seuraten.

Aidosti aktiivisilla lisätuottoon on sentään ainakin mahdollisuus. Joissakin tutkimuksissa onkin pystytty osoittamaan todennäköiseksi, että parhailla rahastonhoitajilla on taito tuottaa lisäarvoa sijoittajille ja että rahastosijoittajilla jopa on kykyä löytää nämä rahat.² Mutta, yllätys yllätys, näiden rahastojen palkkiot ovat myös keskimääräistä korkeammat ja ammattitaidon hedelmät eivät siten useinkaan riitä asiakkaille asti, vaan menevät kustannusten kattamiseen.

Passiivinen sijoittaminenkaan ei ole vailla vaikeita valintoja. Kaikki indeksirahastot joutuvat suunnitteluvaiheessa päättämään kuinka ne rakennetaan. Tärkein päätöksistä on indeksin valinta. Käytetäänkö esim. markkina-arvopainotettuja vai jollain muulla menetelmällä laskettuja indeksejä. Maailman ehkä käytetyin osakeindeksi eli S&P500 tulee lähelle pääomapainotettua, vaikka ei ihan puhtaasti sitä olekaan, mutta vaihtoehtojen kirjo kasvaa koko ajan.

Nyt muodissa olevat fundamentaali-, smart beta- ja faktori-indeksit käyttävät valintakriteereinä vaikka mitä: osinkotuottoa, osingon kasvua, volatiliiteettia, yhtiökokoa, momenttia, tasapainoa, multi-faktoria, jne. Sijoitustyyliään ne tulevat lähelle aktiivista sijoittamista, vaikka niiden perusteella tehtyjen tuotteiden nimissä voidaan joskus antaa toisin ymmärtää.

Iso osa näistä uuden tyylin tuotteista, nk. *strategia-indeksirahastoista* on rakennettu simuloimalla historiassa hyvin toimineita sijoitustyyliä. Ne ovat selvästi eri maata kuin perinteinen tehokkuutta eli matalia kustannuksia sekä selkeyttä ja läpinäkyvyyttä korostava passiivinen sijoittaminen.

Vaikka useille strategioista löytyy myös akateemista tukea, on ilmiöiden olemassa olon havaitseminen ja niistä hyötyminen kaksi aivan eri asiaa – eikä vähiten näiden strategioiden käytännön toteuttamisesta aiheutuvien lisäkustannusten vuoksi. Aalto Yliopiston rahoituksen professorin Antti Suhosen tuoreesta tutkimuksesta käy hyvin ilmi kuinka näiden vaihtoehtoisten indeksistrategioiden realisoituneet tuotot jäävät keskimäärin kauaksi simulaatioiden lupaamista luvuista.³

Tästä huolimatta ns. parannellun indeksoinnin lupaus on väkevä. Morningstarin mukaan näihin strategioihin oli vuoden 2016 lopussa sijoitettuna jo reilut 800 miljardia dollaria.

Suhosen mukaan tilastojen louhintaan liittyvien ongelmien lisäksi käyttökelpoiset ja lisäarvoa muuten tuottavat strategiat hyyytyvät viimeistään sijoittajien tungokseen eli liian suuret sijoitusvirrat synnyttävät ylikysyntätilanteen. Silloin hinnat nousevat ja nakertavat tutkimusvaiheessa lupaavalta näyttäneitä ylituottoja. Toisin sanoen: markkina toimii.

Markkinamekanismin hienoudesta

Aktiivisilla sijoittajilla on kaksi funktiota, jotka ovat markkinamekanismin toiminnalle välttämättömiä: sijoituskohteiden hinnan määrittäminen ja likviditeetin tarjoaminen muille osapuolille, myös passiivisille sijoittajille. Kokonaisuuden kannalta on erinomaista, että nämä asiat hoituvat automaattisesti siinä sivussa kun aktiiviset sijoittajat kohdistavat tarmonsä varsinaiseen päämääränsä, mahdollisimman hyvän tuoton metsästyksen.

Joskus meitä pelotellaan sillä, että passiivisen sijoittamisen suosion kasvu voisi johtaa tilanteeseen, jossa markkinoiden hinnoittelumekanismi ei enää toimi. Onneksi meidän ei tarvitse vaivata päätämme moisella. Siitä ollaan niin kaukana. Sitä paitsi jos moista rajaa joskus lähestytään, pitäisi syntyä uusia mahdollisuuksia aktiivisille sijoittajille ja järjestelmä korjaa siten itse itseään.

Tämä näkyy myös tuotteiden tarjonnassa. Sijoittajien tietoisuuden kasvu ja siitä seurannut passiivisten vaihtoehtojen voittokulku on saanut monet perinteisesti aktiivista hallinnointia harjoittaneet tahot joko laskemaan aktiivisen salkunhoidon palkkioita tai tuomaan rinnalle edullisia indeksituotteita, joskus jopa ihan ilman kommervenkkejä.

Niihin liittyvät markkinointikommentit saavat silti usein perinteisen passiivisen varainhoitajan suupielet hieman vinoon. Ei nimittäin ole mitenkään tavatonta, että indeksirahastoja yritetään ohjata joko pieneksi osaksi kokonaissalkkua tai peräti väitetään niiden sopivan parhaiten omatoimisille aktiivisille sijoittajille.

Rationaalisen sijoittamisen näkökulmasta passiiviset tuotteet voivat hyvin kattaa ihan koko pitkäjänteisen sijoittajan salkun. Jos mukaan syystä tai toisesta haluaa myös aktiivisuutta, joko omatoimisesti tai salkunhoitajan toimesta, niin siitä vaan. Todennäköisesti kannattaa kuitenkin pitää suhteet niin päin, että läpinäkyvät ja kustannustehokkaat indeksituotteet ovat pääroolissa. Vastakkainasettelun sijaan avainasemaan nousevat oikeat mittasuhteet.



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

1 Yksityissijoittajien roolin aktiivisuuden häviävällä puolella ovat osoittaneet mm. amerikkalaisprofessorit Barber ja Odean laajassa tutkimuksessaan *Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*, (Journal of Finance, April 2000). Sittenmin on havainnointi mm. se, että suoran osakemistuksen vähentymisen myötä osakerahastojen tuottojen hajonta kapenee – eli kilpailu kiristyy. Esim. *Looking for Easy Games - How Passive Investing Shapes Active Management*, (Credit Suisse, 2017).

2 Esim. Jonathan Berk, Jules Binsbergen: *Measuring Skill in the Mutual Fund Industry* (2014).

3 Antti Suhonen et al: *Quantifying Backtest Overfitting in Alternative Beta Strategies*, (The Journal of Portfolio Management, Winter 2017).

VARAINHOITORAHASTO PHAROS

30.9.2017

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa kansainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille.

PHAROS JA VERTAILUINDEKSI

24.11.1999 – 30.9.2017



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	64,8
Vertailuindeksi	Korot: BloombergBarclays EuroGovtAll > 1 Yr (50 %) Osakkeet / maailma: MSCI AC World NDR (35 %) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %)
Hallinnointipalkkio	0,35 % + enintään 0,85 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; 0,5 %, jos alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,84 %	3,63 %	0,74 %	4,66 %
Vuoden alusta	3,72 %	3,54 %	2,40 %	4,29 %
1 v	7,86 %	3,86 %	4,61 %	4,65 %
3 v	15,24 %	5,56 %	17,11 %	7,79 %
5 v	33,04 %	5,18 %	45,15 %	6,86 %
10 v	62,33 %	6,93 %	67,90 %	7,75 %
Aloituspäivästä	105,03 %	6,74 %	117,35 %	7,48 %
Aloituspäivästä p.a.	4,10 %		4,44 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

* Juoksevat kulut 30.9.2017 päättyneelle 12 kk jaksolle. Juokseviin kuluihin on huomioitu rahaston saamat alennukset kohderahastoista. Luku sisältää myös kohderahastojen juoksevat kulut mikäli saatavilla tai muussa tapauksessa kohderahastojen hallinnointi- ja säilytyspalkkiot.

** Pharoksen kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määräajoin uusittavia rahamarkkinasijoituksia. Rahamarkkinasijoitukset huomioiden kiertonopeusluku on 37,30 %.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	0,54 %*
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,0 % (mahd. myös osassa kohderahastoja)
Kaupankäyntikulut, kokonaiskulut (TKA)	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Salkun kiertonopeus	-13,85 %**
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,12 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,56 %

OSAKESIJOITUKSET	Osuus osake-sijoituksista	ALLOKAATIO
S&Co Eurooppa Indeksirahasto	24,3 %	Osakesijoitukset yhteensä 50,4 %
iShares Euro STOXX Mid ETF	5,1 %	
DFA European Small Companies	5,4 %	
S&Co Pohjois-Amerikka Indeksirahasto	12,4 %	
Nasdaq 100 ETF	8,6 %	Korkosijoitukset yhteensä 49,6 % (duraatio 0,59)
DFA US Small Companies	4,0 %	
S&Co Global Top 25 Brands	6,2 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	4,4 %	
S&Co Phoebeus	4,0 %	
S&Co Phoenix	3,7 %	
DFA Emerging Markets Value	6,7 %	
S&Co Aasia Indeksirahasto	5,4 %	
S&Co Tropico LatAm	1,5 %	
iShares FTSE China 50 ETF	2,6 %	
S&P Select Frontier ETF	2,9 %	
Russian Prosperity Fund Luxembourg	2,8 %	
Pitkät korkosijoitukset > 1v	0,75 %	
Lyhyet korkosijoitukset < 1v	48,82%	

SALKUNHOITAJALTA

Syksyn pitkän aikavälin keskiarvoa lämpimämmistä ilmoista huolimatta kesä tekee taas loppuaan.

Osakemarkkinoilla ei viilenemisen merkkejä ole näkynyt ja monissa artikkeleissa onkin esitetty huolta siitä, että arvostustasot olisivat pitkän aikavälin keskiarvojen yläpuolella. Toisaalta näitä väitteitä on kuultu jo pitkään ja etenkin korkotasoon suhteutettuna arvostuskertoimet näyttävät useimmilla markkinoilla kokoilla perustelluilta.

Kolmannen vuosineljänneksen aikana Pharoksen rahasto-osuuden arvo nousi +0,8 % ja vertailuindeksi +0,7 %. Vuoden alusta Pharos on noussut +3,7 % ja indeksi +2,4 % Kuluvaan vuoden ylituottomme indeksiin nähden selitty lähinnä alipainolla Pohjois-Amerikan markkinoilla ja varovaisuudella korkomarkkinoilla.

Vaihtelevaa pilvisyyttä

Osakemarkkinoillakin koettiin vaihtelevan kesän aikana sekä nousuja että laskuja. Elokuu oli laskun aikaa ja pessimistit uhosivat pitkän nousujakson vihdoin olevan ohi, mutta syyskuussa markkinat kääntyivät vahvaan nousuun.

Pharoksen maailmanlaajuinen osakesijoitusten vertailuindeksi kipusi jakson aikana heikosti alkaneen kesän jälkeen +1,1 %. Salkkumme suurin sijoitus, Eurooppa indeksirahasto, tuotti vain +0,1 % ja toiseksi suurin sijoitus eli Pohjois-Amerikka indeksirahasto puolestaan nousi +2,1 %, lähinnä dollarin vahvistumisen ansiosta.

Vuoden alusta lukien Eurooppa on mennyt Pohjois-Amerikkaa paremmin (+9,8 / 0,7 %). Teknologiapainotteinen Nasdaq -rahastomme USA:ssa on tosin noussut +5,5 % samana aikana.

Vuosineljänneksen nousuraketit löytyivät kehittyviltä markkinoilta. Tropico LatAm rahasto +18,5 % ja Venäjälle sijoittava Russian Prosperity +14,1 %.

Korkopuolella ei juurikaan ollut jakson aikana liikehdintää. Eurovaltioiden lainoista koostuva korkovertailuindeksimme nousi hieman eli +0,4 %.

Pysytellään kyydissä

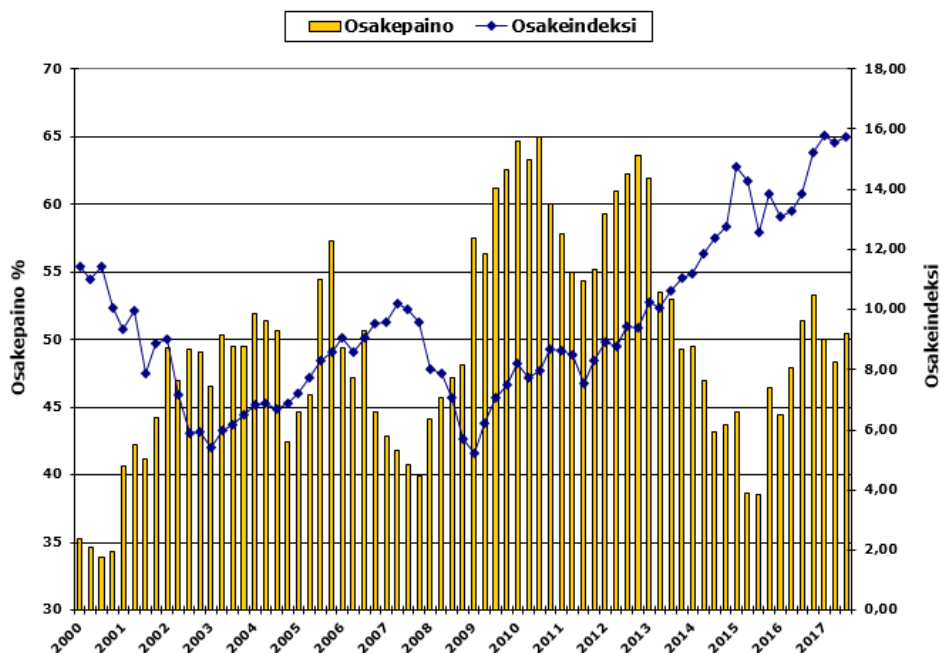
Rahaston koko kasvoi vuosineljänneksen aikana 1,6 miljoonaa euroa. Tästä oli sijoittajien nettomerkitöjä hieman vajaa 1,1 m€ ja kurssikehityksestä johtuvaa arvonnousua 0,53 m€.

Jos en olisi tänä aikana tehnyt salkullemme mitään, olisi osakepainomme tippunut yli 1,5 %-yksikköä. Halusin kuitenkin säilyttää osakepainomme vertailuindeksin tasolla, ei yli eikä ali. Siksi tasapainotin salkkumme ostamalla lisää osakkeita. Ostin osakerahastoja yhteensä 1,6 m€:n edestä. Tästä 1,1 m€ meni kolmeen Pohjois-Amerikka -rahastoomme ja loput 0,6 m€ Global Top 25 Brands ja Pharma rahastoihin.

Painotin Pohjois-Amerikkaa vähentääkseni sille kertynyttä suurehkoa alipainoa. Tein pääosan ostoksista laskeviin kursseihin elokuun alussa. Kurssit jatkoivat laskuaan joitain viikkoja tämän jälkeenkin, mutta ostokset olivat syyskuun lopussa plussalla.

Osakekauppojen ajoittaminen onnistuu vain harvoin, mutta tässä olikin kysymys salkun tasapainottamisesta lähemmäksi vertailuindeksiä. Kun noudattaa valitua sijoituspolitiikkaa maltillisesti ja hötkyilemättä, ajoitus menee sentään usein kohtuullisen hyvin kohdalleen, koska ostot kohdistuvat viime aikoina poissa suosioista olleisiin markkinoihin. Parempaan on vaikea päästä oikein millään keinolla.

Pharoksen osakepaino ja osakevertailuindeksin kehitys



Samaa syssyä syksyyn

Jatkamme syksyyn lähes vertailuindeksimme osakepainolla (50,4 %). Osakemarkkinoiden välillä suurin ylipainomme on kehittyvillä markkinoilla (17 / 9 %). Euroopan paino oli alkukesästä neutraali eli vertailuindeksin mukainen 46 % ja edelleen ollaan lähellä sitä, 44 prosentissa. Pohjois-Amerikan alipaino on kaventunut joitain prosentteja, mutta on edelleen merkittävä (33 / 38 %). Kävin läpi syitä näihin poikkeamiin mm. katsauksessamme 2/2017.

Toimialoista olen painottanut eniten kulutustavaroita (26 / 22 %). Alipainossa olemme eniten rahoitussektorilla (19 / 22 %). Varaudun siihen, että Euroopan suurpankeilla voi olla enemmän ongelmia kuin mitä julkisesti annetaan ymmärtää. Pohjois-Amerikassa ollaan purkamassa toimia, joita finanssikriisin jälkeen tehtiin pankkijärjestelmän vakauttamiseksi.

Korkopuolella jatkamme varovaista linjaa. Kun korkovertailuindeksimme lainojen duraatioluku on n. 7, on Pharoksen vastaava 0,6. Negatiivisten korkojen maailmassa on haasteellista pitää salkkumme korkosijoitusten tuotto positiivisena, joten keskitymme riskin vähentämiseen. Lisätuoton hakeminen heikon luotto- luokituksen tai ylipitkien laina-aikojen markkinoilta ei tule Pharoksessa kysymykseenkään. Korvaus eli preemio lisäriskistä on kutistunut olemattomiin.

Euro-obligaatorahaston tuotto on korkojen pienen nousun jälkeen ollut vuoden jaksolla negatiivinen (-3,3 %). Vaikka juokseva tuotto on +0,35 %, en uskalla kasvattaa Pharoksen korkosijoitusten duraatiolukua. Kannatta pitää mielessä mitä tapahtuisi, jos/kun pitkät korot palautuisivat nopeasti takaisin edes neljän prosentin tasolle niin indeksin duraation mukaisen korkosalkun arvosta häviäisi neljännes.

Kulut ovat aina pois sijoittajan saamasta tuotosta

Pharoksen juoksevat kulut, sisältäen kohderahastojen kulut ja rahaston oman 0,35 %:n kiinteän hallinnointipalkkion, olivat päättäneellä 12 kuukauden jaksolla 0,54 %. Käsitäkseni mukaan Pharos on edelleen kiinteiltä kuluiltaan sijoittajilleen Suomen edullisin kan-

sainvälisesti osake- ja korkomarkkinoille sijoittava yhdistelmärahasto.

Pharoksen kulutaakkaa alentaa suurempien osakesijoitusten tekeminen kustannustehokkaisiin indeksirahastoihin sekä käteisen ja sitä vastaavien lyhyen koron sijoitusten tekeminen suoraan korkomarkkinoille.

Juoksevat kulut -tunnuslukua pienentävät mukavasti myös alennukset, joita Pharos suurehkona sijoittajana saa useista sijoituskohteistaan. Nämä alennukset, jotka yleensä maksetaan palkkionpalautuksina jälkikäteen, tuloutetaan Pharoksessa aina itse rahastoon kasvattamaan osuudenomistajien tuottoa.

Pharoksen salkun negatiivinen kiertonopeus (-13,9 %) kertoo, että olen tehnyt vähemmän aktiivisia salkunhoitotoimia kuin mitä osuudenomistajat ovat tehneet merkintöjä ja lunastuksia. Rahaston salkun vakautta eli rahasto-osuuden arvon heilahtelua kuvaava volatiliiteetiluku (4,6 %) on vuoden aikana pysynyt alle vertailuindeksimme (4,7 %:n).

Pharos sopii mainiosti pitkäaikaisen perussalkun ytimeksi. Jos oma riskinottohalukkuus poikkeaa Pharoksen linjasta, voi tehdä kuten allekirjoittanut, eli täydentää Pharosta muilla sijoituksilla oman aikajänteen ja tavoitteiden mukaan.

Olen itse sijoittanut merkittävän osan arvopaperiomaisuudestani Pharokseen, koska uskon, että rahaston maltillinen, "höttyilemätön" sijoitustyyli ja alhaiset kustannukset ovat pysyviä kilpailuvaltteja.

Näiden neljännesvuosikatsausten lisäksi raportoin kuukausittain Pharoksen sijoitusten jakaumasta ja sijoittamisen kuluista yksityiskohtaisesti www-sivuillamme.



Petri Rutanen, varainhoitajanne
petri.rutanen@seligson.fi

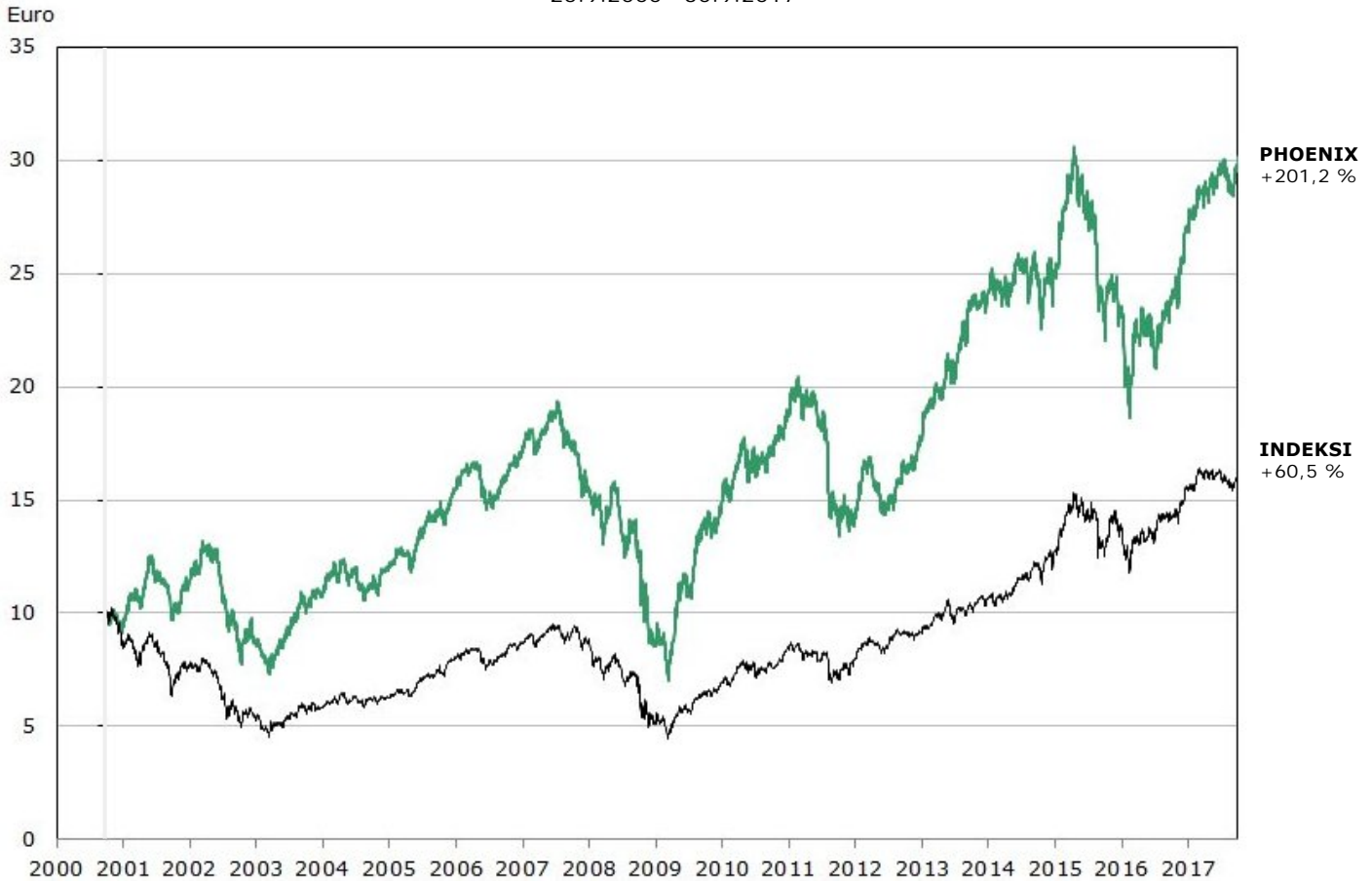
Pharoksen osakesijoitusten maantieteellinen ja toimialakohtainen prosenttijakauma 31.9.2017						
	Eurooppa	Pohjois-Amerikka	Japani & Oseania	Kehittyvät	Pharos	Indeksi
Kulutustavarat	12	9	2	3	26	22
Terveys	7	6	1	0	14	13
Rahoitus	8	3	2	5	19	22
Teknologia	4	9	0	2	16	17
Teollisuus	13	5	1	6	25	26
Pharos	44	33	6	17	100	
<i>Indeksi</i>	46	38	7	9		

PHOENIX
30.9.2017

Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti erikoistilanteisiin.

PHOENIX JA VERTAILUINDEKSI

25.9.2000– 30.9.2017



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	22,1
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointipalkkio	1,09 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	1,15 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,08 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,23 %
Salkun kiertonopeus	65,13 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	7,40 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	9,83 %

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,83 %	9,16 %	1,09 %	9,45 %
Vuoden alusta	12,38 %	9,80 %	4,08 %	9,03 %
1 v	27,43 %	11,32 %	12,21 %	9,62 %
3 v	21,64 %	16,59 %	32,43 %	14,57 %
5 v	85,05 %	14,84 %	74,92 %	12,75 %
10 v	72,38 %	18,91 %	74,48 %	16,46 %
Aloituspäivästä	201,20 %	17,73 %	60,49 %	16,53 %
Aloituspäivästä p.a.	6,69 %		2,82 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
AUSTRALIAN VINTAGE LTD	Australia	5,2 %
ARCUS ASA	Norja	4,2 %
PEUGEOT SA	Ranska	4,0 %
KOTIPIZZA GROUP OYJ	Suomi	3,8 %
QLIRO GROUP AB	Ruotsi	3,6 %
COMMERZBANK AG	Saksa	3,6 %
PANASONIC CORP	Japani	3,3 %
UNICREDIT SPA	Italia	3,3 %
DEUTSCHE LUFTHANSA-REG	Saksa	3,2 %
UNIPER SE	Saksa	3,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden kolmannella neljänneksellä Phoenix-osuuden arvo nousi +1,8 % ja vertailuindeksi MSCI World +1,1 %. Vuosi taaksepäin laskien rahasto on noussut +27,4 % ja indeksi +12,2 %. Viimeisimmän kolmen vuoden aikana rahasto on kivunnut +21,6 % ja indeksi +32,4 %.

Nyt kolmannella kvartaalilla markkinoilla ehkä nähtiin monien jo odottamakin muutaman prosentin korjausliike. Alamäkikin korjautui taas kuitenkin pian ja nyt ollaan taas uusissa huippulukemissa.

Vahva markkina on vetänyt puoleensa myös sekalaisen joukon pörssilistauksia. Vuoden alussa nähtiin meillä tämän rintaman aktiivisuutta lähinnä First North -listan pieniyhtiöissä, mutta nyt julkisen kaupankäynnin kohteeksi on suoraan päälistalle hakeutunut joukko isompia yhtiöitä kuten Rovio, Terveystalo ja Paroc.

Listaukset hinnoitellaan harvoin niin houkutteleviksi, että Phoenix olisi niistä kiinnostunut. Niin nytkin. Olen käynyt läpi viitisen kymmentä listausantia USA:ssa ja Euroopassa enkä oikeastaan ole löytänyt ainoatakaan, jota voisi arvostusmielessä pitää houkuttelevana erikoistilanteena. Tämä on toki ymmärrettävää, kuten espanjalainen paperiyhtiö Lecta hyvin osoitti. Se olisi voinut kiinnostaa myös Phoenixia, mutta antia lykättiin hamaan tulevaisuuteen, sillä hinta ei sittenkään ollut houkutteleva – siis myyjille.

Antien myyjä ovat pääasiassa pääomasijoittajat, joilla muuten on samaan aikaan jo täydet kassat uusissa rahastoissa. Tämän vuoksi en yllättäisi yhtään, jos pian koittaisi pörssien edullisesti hinnoiteltuihin yhtiöihin kohdistuva ostoalto. Strategiamme menestys tämän vuoden aikana on yksi merkki siitä, että tähän yhtiökategoriaan kohdistuu uutta kiinnostusta. Varsin epätavallista on se, että Phoenixin osakkeiden arvot kestivät yleismarkkinaa paremmin jopa loppukesän laskujakson. Jotain on tekeillä!

Phoenixille erityisen mielenkiintoinen esimerkki on Uniper, josta kirjoitin katsauksessamme 1/2017. Fortumin markkina-analyttikot, jotka kyllä osaavat laskea, sopivat syyskuussa ostavansa EON:in 47 %:n osuuden hintaan 22 euroa osake.

Meidän puoleltamme kiitos siitä: Fortumin kiinnostus on kaksinkertaistanut osto hetkemme huippuhalvan arvostuksen – eikä osake ole vielä kukaan kallis. Fortumin tarjous kattaa n. 2/3 omasta pääomasta, p/e-luvuksi tulee n 10x ja EV/EBITDA:ksi noin 6. Suomalaisen lehtiartikkelien sävystä huolimatta Uniperin omistukset ovat saksalaiseen tapaan hyvässä kunnossa ja pääosin uusia tai kunnostettuja, myös hiilivoimalat.

Olen näissä katsauksissa käsitellyt aiemmin myös Euroopan lento- ja matkayhtiöitä, joiden myötätuuli on alkanut vihdoinkin tulla selvästi esiin. Phoenix on mukana sektorilla Lufthansan ja Thomas Cookin kautta. Matkustajamäärien viime vuosien voimakas kehitys

on luonut suurimpien ja parhaiden yhtiöiden ympärille sijoitusmielessä mainion suojamuurin (tai ”vallihaudan”, kuten Warren Buffettilla on tapana sanoa). Uusia tehokkaampia lentokoneita riittää nimittäin vain niille. Tästä syntyy kilpailuetu, jonka puuttuminen vie heikompia pelureita aina konkurssiin asti. Air Berlin ja Monarch ovat tämän dynamiikan suurimmat viime aikojen uhrin.

Eikö sitten ole jäljellä mitään, mistä pitäisi olla huolissaan? No toki, aina. Tässä(kin) tilanteessa on syytä varoa suurta velkataakkaa ja olla huolellinen lähinnä kasvulupauksia sisältävien yhtiöiden kohdalla.

Historiasta opimme kuitenkin, että kiristynyt poliittinen tilanne ei välttämättä ole osakesijoittajan suurin peikko. Tätä kirjoittaessani on juuri kulunut 50 vuotta siitä, kun Vietnamin sodassa siirryttiin konfliktin todella vakavaan vaiheeseen. Molemmilla puolilla oli myös tuolloin ydinasevaltoja ja markkinoilla oltiin huolissaan. Osakkeisiin silloin päättyneet pitkäjänteiset sijoittaneet ovat tuskin katuneet.

Rahaston salkku

Tein jakson aikana salkussa syysviikoksi. Uusia yhtiöitä tuli mukaan neljä, lisäksi omistustamme kolmessa ja myin kolme.

Uusista tuttavuuksistamme kaksi on Iso-Britanniasta, GKN ja Carillion. Kotimaasta hyppäsimme Tokmannin matkaan ja viimeinen ostoksemme on ruotsalais-iranilainen Serkland. Lisäostoja tein israelilaisessa lääkealan kriisiyhtiössä TEVA:ssa, brasilialaisessa BRF:ssä ja pienessä ruotsalaisessa Ortivuksessa. Myin sen osakkeita noin vuosi sitten ja nyt saimme osan niistä takaisin kolmanneksella silloisesta hinnasta.

Salkustamme häipyivät Black Earth Farming, Componenta ja Noble. Lisäksi myin 30-50 % omistuksestamme yhtiöissä, joiden osake saavutti sijoittaessani asetamani tavoitekurssin. Nämä olivat Lufthansa, Citigroup ja Nokia. En kuitenkaan halunnut luopua näistä vielä kokonaan, sillä uskon nousupotentiaalia löytyvän edelleenkin.



AUSTRALIAN VINTAGE LTD

Paljon on viiniä virrannut sen jälkeen, kun viimeksi kirjoitin Australian Vintagesta (AVG) neljä vuotta sitten. Yhtiö on muuttunut monella tapaa, mutta kurssi on polkenut paikallaan.

Ostin osaketta vuosina 2008/2009 ja kurssi on siitä noussut 39 %. Lisäksi olemme saaneet osinkoina 41 % sijoitetusta pääomasta eli tuotto on ollut samaa tasoa kuin Phoenixilla kokonaisuudessaan. Viime AVG-katsauksen jälkeen olemme saaneet osinkoina 11 % silloisesta arvosta, mutta siitä huolimatta tuotto on jäänyt alle rahaston keskimäärän.

Olin katsauksessa 4/2013 luottavainen sen suhteen, että yhtiö olisi jo päässyt yli ongelmista, jotka johtivat Phoenixin kiinnostuksen aikaansaaneeseen erikoistilanteeseen. Tilikaudet 2014/15 ja 2015/16 olivatkin yhtiön strategian näkökulmasta menestyksekkäitä. Omien tuotemerkkien markkinaosuus kasvoi sekä Australiassa että Iso-Britanniassa.

Punnan heikkous häytti kuitenkin tuloskehitystä. Brittivaluutan vahvistuminen vuoden 2015 lopussa antoi vihdoin vauhtia myös AVG:n kurssille, joka nousi brexit-äänestystä edeltäneinä viikkoina 0,38 Australian dollarista aina 0,68 A\$ asti. Yhtiön paino Phoenixissa nousi tällöin lähelle kymmentä prosenttia ja myin kymmenesosan osakkeistamme.

Brexit ja sitä seurannut punnan syöksy iskivät pahasti AVG:n kannattavuuteen ja kurssi painui alaspäin (tätä kirjoittaessani 0,43 A\$). Yhtiön markkina-arvo on nykykurssilla 118 miljoonaa Australian dollaria (n. 78,5 miljoonaa euroa). Mitä sillä saa?

AVG:lla on nettovelkaa 82 m\$, joten EV on luokkaa 200 m\$ eli suurin piirtein sama kuin yhtiön viinivaraiston arvo (194 m\$). Sen lisäksi AVG:lla viinitiloja kirjanpitoarvoltaan 11 m\$ edestä ja parhaillaankin niillä kasvaa miljoonien arvosta rypäleitä. Osakekurssi pitää siis sisällään mukavan alennuksen viinistä, viinitiloista ja rypäleistä. Lisäksi saamme ns. kaupan päälle koneita, laitteita ja kiinteistöjä noin 90 m\$ edestä.

Uusille markkinoille, uusille tasoille?

AVG:n kurssia voi verrata sen isompaan kilpailijaan, Treasury Wine Estate (TWE), jonka osake on viimeisimmän neljän vuoden aikana noussut neljästä Australian dollarista neljääntoista.

TWE:n kurssi on 20x käyttökate ja peräti neljä kertaa liikevaihto; p/e-luku on 36x. AVG puolestaan arvostetaan 10x hankalan viime tilikauden EBITDA, vain 0,85x liikevaihto ja p/e 26x. Miksi ero on näin suuri - ja tuleeko se koskaan kaventumaan?

Arvostuseroa selittää mm. yhtiöiden kokoero. TWE pystyy paremmin sopeutumaan markkinoiden muutoksiin, koska sillä on suurempi tuotevalikoima, vahvempia tuotemerkkejä ja laajemmat markkinat.

Suurin tekijä on kuitenkin ollut yhtiöiden erilaiset asemat Kiinan nopeasti kasvavalla markkinalla. AVG on onnistunut lisäämään viintään Kiinaan, mutta TWE on menestynyt vielä selvästi paremmin. Ehkä siksi, että viini on toistaiseksi ollut Kiinassa luksus-tuote ja monia siihen segmenttiin sopivia tuotemerkkejä omistava TWE on siten ollut vahvoilla.



Valtioiden vaurastuessa leviävät rikkaiden tavat useimmiten myös keskiluokkaan ja näin näyttää käyvän myös Kiinan viinimarkkinalla. AVG:lla on jo jonkin aikaa ollut hyvää yhteistyötä suuren kiinalaisen viinitukkuri COFCO:n kanssa. Viime keväänä se sai myös sopimuksen Kiinan suurimman viineihin keskittyvän nettikaupan kanssa, nimeltään YesMyWine.

Samassa yhteydessä tehtiin suunnattu anti Vintage China Fund -rahastolle, jossa yksi YesMyWinen omistajista on keskeisessä asemassa. Antivarat käytetään kasvavan Kiina-viennin tukemiseen, erityisesti pakkausten ja varastoinnin kehittämiseen.

Lisäksi AVG on solminut merkittävän jakelusopimuksen USA:han. Markkina on erittäin kilpailtu, mutta AVG:lla on silti mahdollisuuksia. Sillä on kohtuullisen edullisia laatuviinejä, joilla jo on vahva brändiasema kotimaassa ja Iso-Britanniassa. Australialaisten viinien yleinen hyvä maine ja AVG:n päämarkkinoiltaan hankkima kokemus toimimisesta suurien kauppaketjujen kanssa auttavat myös.

Sekä USA:n että Kiinan markkinat pienentävät AVG:n riippuvuutta Australian ja Iso-Britannian markkinoista. Menestys niillä voi vaikuttaa merkittävästi osakkeen arvostukseen.

Mielestäni AVG on edelleen mielenkiintoinen erikoistilanneyhtiö, jonka matala arvostustaso luo mahdollisuuksia kunnan kurssin nousuun. Punnan arvon vahvistuminen viime kuukausina tuo mukavaa myötä tuulta.

Pidemmällä tähtäimellä tärkeämpää on silti se, että johto on määrätietoisesti kehittänyt AVG:tä kohti viinisektorin brändiyrittystä. Jos tämä ja maantieteellinen laajentuminen onnistuvat, saanemme myös me pitkään mukana olleet omistajat mukavan palkkion kärsivällisyydellemme.

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,

Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi

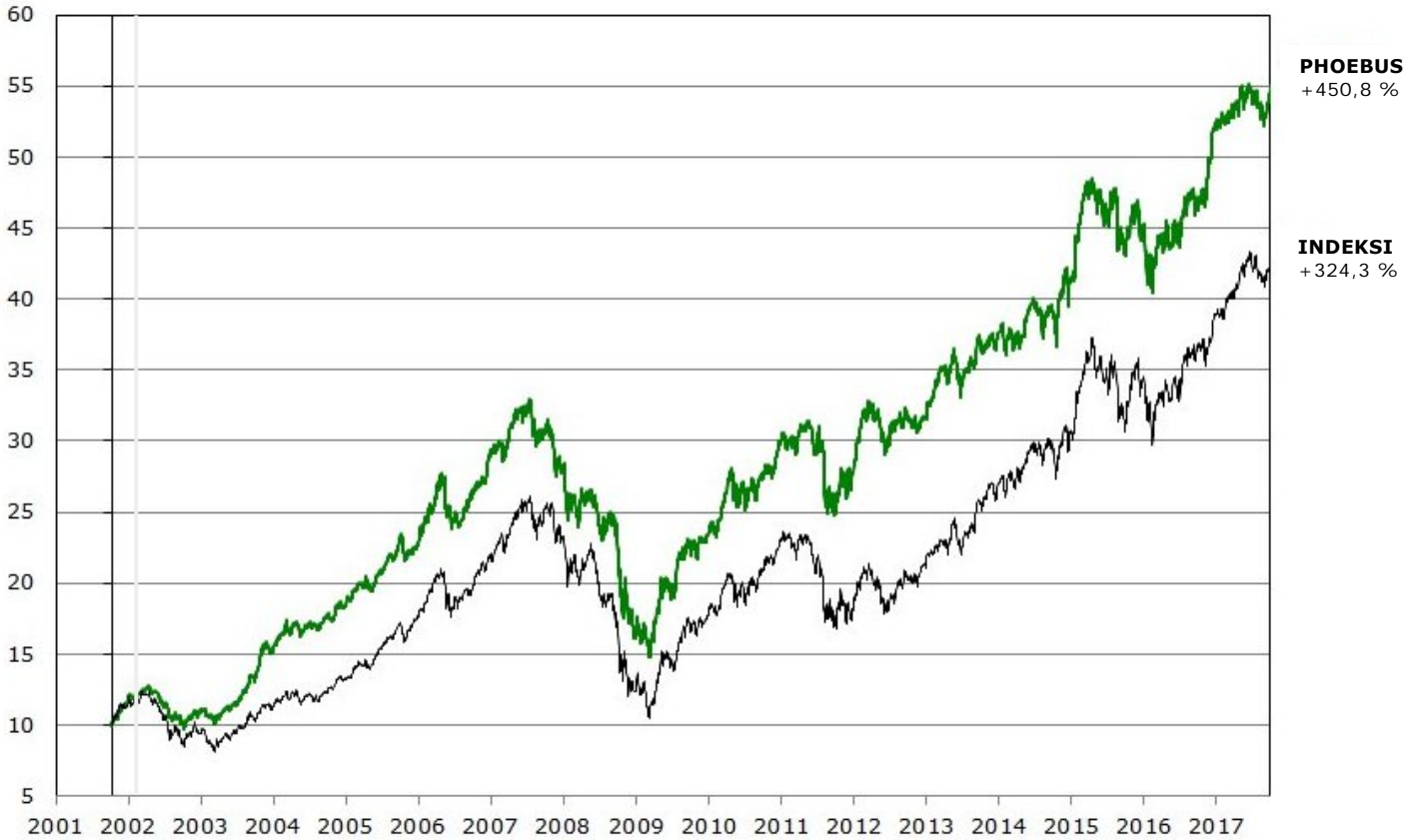
PHOEBUS**30.9.2017**

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

PHOEBUS JA VERTAILUINDEKSI

10.10.2001– 30.9.2017

Euro

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	49,7
Vertailuindeksi	60 % OMX Helsinki Cap GI, 40 % MSCI AC World NDR (31.12.2014 asti 75 % / 25 %)
Hallinnointipalkkio	0,74 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	0,75 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,75 %
Salkun kiertonopeus	-9,44 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,95 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	9,31 %

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,39 %	7,87 %	1,34 %	7,63 %
Vuoden alusta	5,94 %	7,76 %	9,27 %	7,23 %
1 v	18,12 %	8,36 %	15,68 %	7,55 %
3 v	40,74 %	12,39 %	42,84 %	12,48 %
5 v	74,96 %	11,03 %	110,48 %	11,90 %
10 v	78,75 %	15,69 %	67,07 %	17,27 %
Aloituspäivästä	450,78 %	14,08 %	324,32 %	15,96 %
Aloituspäivästä p.a.	11,26 %		9,46 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa

Osuus
rahastosta

	Maa	Osuus rahastosta
FORTUM OYJ	Suomi	8,0 %
AIR LIQUIDE SA	Ranska	7,5 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-A SHS	Ruotsi	5,8 %
SANDVIK AB	Ruotsi	5,6 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	5,2 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,3 %
KONECRANES OYJ	Suomi	4,1 %
TIKKURILA OYJ	Suomi	3,9 %
VAISALA OYJ- A SHS	Suomi	3,9 %
PROGRESSIVE CORP	Yhdysvallat	3,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Myötätuuli osakemarkkinoilla jatkui kolmannella neljänneksellä ja vertailuindeksimme nousi +1,3 % ja Phoebus-osuuden arvo +2,4 %. Vuoden alusta Phoebus on noussut +5,9 % ja indeksi kokonaiset +9,3 %. Rahaston aloituksesta lukien Phoebus on tuottanut +450,8 % ja vertailuindeksimme +324,3 %.

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

Ostot ja myynnit

Ostin meille neljänneksen aikana yhden uuden yhtiön osakkeita (amerikkalainen O'Reilly Automotive, lisää siitä jäljempänä) ja lisäsin Tikkurilan omistusta yhtiöltä saamiemme osinkojen verran. Yhteensä ostoni olivat 840 t€. Omistajat sijoittivat Phoebukseen uutta rahaa nettona 150 t€, joten kassamme laski ja oli syyskuun lopussa 4,3 % rahaston arvosta. Pidän tasoa melko normaalina.

Moni näiden katsausten lukija ehkä reagoi siihen, että tämän kappaleen otsikosta huolimatta kerron harvoin myyneeni osakkeita. Se johtuu siitä, että en kovin usein myykään mitään. Phoebuksen tavoite on *omistaa* erinomaisia yhtiöitä – ei käydä niillä kauppaa.

Phoebuksen verkkoblogin lukija kysyi hiljattain, että kadunko koskaan myyntejäni. Lyhyt vastaus on ”enpä juuri”, mutta riippuu toki hieman siitä, miksi olen jotain yhtiötä myynyt. Kerrataan siis mitä Phoebus on viime vuosina myynyt ja miksi.

Neljä syytä myydä

Viimeisen kahdeksan vuoden aikana salkustamme on poistunut kahdeksan yhtiötä. Niistä kolme oli pienien positioiden siivousta. CDK Global tuli meille ADP:n kautta enkä tuntenut firmaa. Attendoa merkitsin sen listautumisessa, mutta saimme vain hiluja ja hinta karkasi. Ruotsalainen Systemair oli pieni alkupositio, mutta huomasi, että en tunne firmaa riittävän hyvin. Ne olivat selkeitä tapauksia eikä kaduta, vaikka kurssit ovat myyntieni jälkeen nousseet.

Virhearvioideni korjaamiseksi olen myynyt kolme yhtiötä: Stockmann, Tulikivi ja State Street. Kaikki osoitautuivat huonommiksi kuin olin luullut. Periaatteena on, että jos yhtiö ei selvästikään täytä Phoebuksen sijoituskriteerejä, kannattaa siitä luopua.

En yleensä seuraa myymieni osakkeiden kurseja, mutta State Street on myyntini jälkeen tuottanut hieman Phoebusta paremmin. Finanssikriisi ja erityisesti useat asiakkaiden valuuttakauppojen piilokuluihin liittyvät oikeudenkäynnit kuitenkin osoittivat johdon olevan huono, joten myynti oli oikea ratkaisu.

Kolmas syy myydä on, että ei ole vaihtoehtoja, jos yhtiö ostetaan pörssistä. Tämä koski osaltamme Vaconia. Sitäkään ei oikein voi katua, koska vaihtoehtoja

ei ollut. Lähinnä voi vain hieman haikeana todeta, että Vaconia oli ihan kiva omistaa.

Varsinainen kysymys liittyi ehkä eniten neljänteen syyhyn myydä: kurssi on noussut niin paljon, että osake on yliarvostettu tai ainakin sen paino salkussa on liian iso. Näistä syistä myin Ekokemin osakkeemme 2015 ja osan Fastenalin osakkeistamme 2011 ja 2012.

Ekokemistä olisimme saaneet enemmän Fortumin ostsessa yhtiön, mutta sitä ei voinut silloin tietää. Myyntihetkellä arvostus oli korkeahko, riskit kasvaneet merkittävästi ja johdon laatu mielestäni heikentynyt. Pidän siten ratkaisua oikeana, vaikka tulos olisi ollut parempi pitämällä osakkeet. Ainakin pokerin pelaajat varmaan ymmärtävät mistä puhun: kyse on todennäköisyyksistä *ex ante*, ei toteutumista *ex post*.

Fastenalin kohdalla kyse oli riskienhallinnasta. Osake oli noussut paljon ja yhtiön paino salkussamme oli loppusyksyllä 2011 noussut jo 7,2 %:iin. Myin 43 % osakkeistamme, jotta paino laskisi alle 5 %. Seuraavan kuuden vuoden aikana olen ostanut takaisin 95 % silloin myymistäni osakkeista keskimäärin vajaan 5 % kalliimpaan hintaan sitä mukaa kuin rahasto on kasvanut. Phoebus on samaan aikaan noussut 98 % joten riskienhallinta paransi selvästi tuottoamme. Kyse ei kuitenkaan ollut mistään (yli)arvostuksen perusteella tekemästäni keinottelusta, vaan tosiaan puhtaasti riskienhallinnasta. En katuisi, vaikka olisin joutunut ostamaan osakkeet takaisin paljon kalliimmallakin.

Kun on selkeä sijoitusfilosofia, jonka raameissa tekee ratkaisut, ei kovin usein joudu katumaan päätöksiään. Muutenkin olen sitä mieltä, että tehtyjen päätösten katuminen on useimmiten turhaa, niitä kun ei saa tekevämmiksi. Virheistä toki kannattaa aina oppia, sekä omista että tietenkin vielä mieluummin muiden.

”Ilmainen kuukausi”

Otsikosta huolimatta luvassa ei ole erikoistarjousta. Kyse on siitä, että saimme elokuussa palautettua reilut 42 t€ Ranskan valtion 2010-2013 laittomasti perimiä lähdeveroja. Tämä vastaa noin kuuden viikon hallinnointipalkkioita ja paransi tuottoamme vajaan 0,1 %.

Ranskan verottajan kanssa kävi kuten aiemmin Ruotsissa, eli se ei suinkaan itse myöntänyt virhettään, vaan jouduimme käymään asiasta pitkän oikeusprosessin. Saattaa tuntua oudolta, että rahastoyhtiö ryhtyy moiseen, mutta kun kyse on osuudenomistajien rahoista, on se velvollisuutemme. Ainakin moraalisesti, vaikka ei suoraan juridisesti. Nykyään saamme onneksi jo osingot Ranskasta ja Ruotsista automaattisesti ilman veroja.

Rahastouutisointi liittyy lähes aina siihen, mitä salkunhoitaja on tehnyt tai miten rahasto on tuottanut. Liian usein jää täysin varjoon merkittävä työ, joka rahastoyhtiöiden tukitoiminnoissa tehdään sen eteen, että verottaja, valuuttavaihtopankki tai kukaan muukaan ei aiheuttomasti pääse käymään osuudenomistajien tasakuilla.



Ranskalainen viinitynnryhtiömme TFF Group, jonka esittelin kolme ja puoli vuotta sitten katsauksessa 1/2014, on toistaiseksi ollut meille erittäin hyvä sijoitus. Se on osinkoineen tuottanut 141 % samalla kun Phoebus on tuottanut 48 % ja vertailuindeksimme 54 %.

Viimeksi TFF oli toiseksi pienin sijoituksemme vain 1,2 % painolla. Sittemmin olen hieman yli tuplannut omistuksemme ja kun kurssikin on noussut, on se enää niukasti kymmenen suurimman sijoituksemme ulkopuolella 3,8 % painolla. Voiko näin hyvä kehitys jatkua vai pitäisikö TFF:n painoa jo alkaa vähentää?

Siinäpä tyypillinen salkunhoitajan perusongelma. Ehkä tapani perata kysymys kertoo TFF:n lisäksi vähän siitä, kuinka hoidan salkkuamme. Aloitetaan siitä, että kurssinousu sinänsä ei kerro onko yhtiö huono vai hyvä, oleellista on katsoa liiketoimintaa. Neljässä vuodessa TFF:n liikevaihto on kasvanut 40 %, josta yritysostot ovat tuoneet kolmasosan. Tulos per osake on kasvanut 43 %. Liiketoiminta on siis kehittynyt hyvin.

Totuus on parempi kuin luvut osoittavat. Parin viime vuoden ajan TFF on investoinut noin 30 m€ (15 % konsernin liikevaihdosta) uuteen bourbontynnyritehtaan USA:ssa. Viime vuonna uuden tehtaan liikevaihto oli vasta 17 m€ ja se oli uskoakseni tappiollinen. Tänä vuonna myynti tuplaantuu ja kolmen vuoden päästä sen pitäisi olla yli kolminkertaistunut, jolloin tuloskin lienee jo hyvä. Tämä tarkoittaa, että TFF:n perustoinnin kannattavuus on neljässä vuodessa parantunut enemmän kuin konsernin luvuista näkee.

Se tarkoittaa myös, että osakekohtaisen tuloksen pitäisi nousta selvästi 2017-2018, kun uusi tehdas kääntyy voitolle. Käykö niin riippuu kuitenkin säästä. Viinisato on suuressa osassa maailmaa ollut tänä vuonna heikko, joten bourbonin parannus saattaa konsernitassolla hukkaa viinitynnrybisneksen sääongelmiin. Niin tai näin, yksittäisellä vuodella ei ole juuri merkitystä.

Neljässä vuodessa TFF on ison orgaanisen investoinnin lisäksi sijoittanut toiset 30 m€ viiteen pienempään yritysostoon. Tase on silti kunnossa, gearing on vain 15 %. Minusta yhtiö on erittäin laadukas: maailman selvä markkinajohtaja viinitynnryreissä, laajenee hiljalleen whisky-, bourbon- ja muihin tynnyreihin ja johto on ilmeisen hyvä.

Suurin ongelmani on, että arvostus on noussut paljon. Viime vuoden tulokselle laskien p/e-luku on nyt 24,6x, kun se viimeksi oli 14,8x. Vaikka huomioimme bourbontynnyrien käynnistysvaiheen tappiollisuuden tämä tarkoittaa, että riskitaso on noussut ja potentiaali pienentynyt. Osake on myös erittäin epälikvidi.

Loistavia yhtiöitä ei kuitenkaan ole maailma pullollaan. TFF:n nykyarvostus ei mielestäni ole yhtiön laatuun nähden räikeä, enkä ole harkinnut osakkeidemme myymistä. Parhailla yhtiöillä on ilmiömäinen kyky "kasvaa sisään arvostukseensa", kunhan sijoittaja vain on kärsivällinen. Entistä korkeampi arvostus tarkoittaa, että en vähään aikaan tule kasvattamaan sijoitustamme. Tynnyri on mielestäni silti enemmän puoleksi täynnä kuin puoleksi tyhjä.

Uusin yhtiömme on USA:n kolmanneksi suurin autojen varaosien myyjä O'Reilly Automotive. Se täyttää hyvin useimmat sijoituskriteereistäni: kuuluu alansa johtaviin ja kannattavimpiin, johdolla on erinomaiset näytöt ja uudet johtajat palkataan yleensä talon sisältä. Hallituksessa toimii edelleen O'Reillyn perhe. Kovin jännittävä se ei ehkä ole, mutta parhaat yhtiöthän ovat usein aika tylsiä.



Olen katsonut O'Reillya kauan, mutta pidin sitä ensin liian kalliina. Keväällä 2008 hinnan laskettua olin jo päättänyt ostaa osakkeita, mutta peruin aikeeni, kun O'Reilly kertoi ostavansa surkean kilpailijansa CSK:n jättikaupassa, joka melkein kaksinkertaisti yhtiön koon. Johto teki seuraavat neljä vuotta erinomaisen työn CSK:n integroinnissa ja olin taas valmis ostamaan, mutta hinta oli karannut. Viime kesänä sain vihdoinkin ostettua osakkeita minua tyydyttävään arvostustasoon.

Miksi autojen varaosia? Toimiala on aika vakaa. Vaikka ajokilometrit huonoina aikoina laskevat, niin samalla autokanta ikääntyy (hyvinä aikoina päinvastoin). Siksi alan yhtiöt yleensä pärjäävät hyvin matalasuhdanteisakin. Mikään varsinainen kasvuala varaosien myynti ei ole, mutta on markkina USA:ssa tällä vuosikymmenellä kasvanut noin 4 % vuodessa.

Toimialan kolme suurta (AutoZone, Advance Auto Parts ja O'Reilly) omistavat 42 % USA:n varaosaliikkeistä. Ala on keskittynyt nopeasti. Kymmenen vuotta sitten liikkeitä oli maassa yhtä monta kuin nyt (36 000), mutta markkinajohtajilla oli niistä vain 25 %. Sekä AutoZonen että O'Reillyn noin 19 % tulosmarginaalit ovatkin merkittävästi kasvaneet alan konsolidoinnin myötä. AAP:n ei, mutta se onkin pitkään ollut mielestäni huonosti hoidettu yhtiö.

Vielä vuosi sitten O'Reillyn osake maksoi 290 dollaria, joka oli noin 30x tulos. Sitten kasvu vähän hidastui ja viime kesänä yhtiö kertoi vuoden 2017 tuloksensa kasvavan odotetun 12 % sijaan noin 10 %. Osake laski ja ostin meille alkuposition 174 dollarilla, mikä on noin 15x tämän vuoden tulos. Sittemmin kurssi on noussut 24 % enkä ole ostanut lisää.

Miksi osake laski vuodessa -40%? Onko jotain, jota en tiedä? Useinhan on niin että, kun kuvittelemme markkinoiden olevan väärässä, sitä onkin kaveri peilissä.

En keksi oikein muuta kuin markkinoiden yleisen amazon.com -pelon. Jos siitä on kyse, on osoite mielestäni väärä. Kaikista varaosista kaksi kolmasosaa ja O'Reillyn myynnistä lähes puolet menee korjaamoille, joille oleellista on tekninen palvelu, toimitusvarmuus ja hinta - tässä järjestyksessä. Nähdäkseni vain erikoistunut kauppa voi olla kilpailukykyinen (tulivat tilaukset netistä tai tiskiltä). Kuvaavaa on esimerkiksi se, että O'Reilly täydentää joidenkin liikkeidensä varastoja jopa kuudesti päivässä.

Aika näyttää. O'Reilly on vasta toiseksi pienin sijoituksemme 1,8 % painolla. Kuten yleensä, katson rauhassa uuden yhtiön kehitystä ennen kuin ostan sitä lisää.

RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO

30.9.2017

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille luxemburgilaisen kohderahaston kautta.

RUSSIAN PROSPERITY JA VERTAILUINDEKSI

8.3.2000 – 30.9.2017



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakerahasto (syöttörahasto), Venäjä & lähialueet
Rahaston koko (milj. euroa)	48,7
Vertailuindeksi	RTS1 – Interfax (huom! hintaindeksi)
Hallinnointipalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0-2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	1,62 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, ei sisälly juokseviin kuluihin)	3,00 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	6,77 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,17 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) ei julkaista, koska niitä ei ole saatavilla rahastosta, johon syöttörahastona toimiva Russian Prosperity Fund Euro sijoittaa.	

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	14,14 %	15,03 %	8,75 %	17,11 %
Vuoden alusta	6,59 %	18,44 %	-10,97 %	20,77 %
1 v	27,35 %	18,39 %	8,91 %	21,13 %
3 v	42,18 %	28,45 %	7,29 %	35,52 %
5 v	16,97 %	24,53 %	-16,54 %	31,03 %
10 v	9,72 %	23,42 %	-34,27 %	34,10 %
Aloituspäivästä	976,66 %	23,35 %	333,29 %	34,32 %
Aloituspäivästä p.a.	14,48 %		8,70 %	

* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta*
SBERBANK	Venäjä	8,7 %
GAZPROM	Venäjä	8,7 %
MAGNIT	Venäjä	7,6 %
MAGNITOGORSK IRON&STEEL	Venäjä	5,8 %
MHP	Ukraina	5,4 %
X5 RETAIL	Venäjä	4,9 %
SURGUTNEFTGAZ	Venäjä	4,7 %
TCS GROUP HOLDING	Venäjä	4,6 %
LUKOIL	Venäjä	4,5 %
DIXY GROUP	Venäjä	4,0 %

* Rahasto ei omista osakkeita suoraan, vaan kohderahasto Russian Prosperity Fund Luxembourgin kautta. Osuudet kuvaavat silti rahaston arvon herkkyyttä vaihteluille näiden osakkeiden kurseissa.

Venäjän osakemarkkinaa kuvaava RTS-indeksi nousi vuoden kolmannella neljänneksellä +8,8 % samalla kun Russian Prosperity -rahastomme osuuden arvo nousi +14,1 %. Vuoden alusta luvut ovat +6,6 % rahastolle ja -11,0 % indeksille.

Venäjän bruttokansantuote kasvoi maan tilastoviranomaisen Rosstatin mukaan vuoden toisella neljänneksellä +2,5 %, mikä oli jopa kaksi prosenttiyksikköä enemmän kuin ensimmäisellä kvartaalilla. Inflaatio on samaan aikaan laskenut lähelle kolmea prosenttia eli alle keskuspankin tavoitteen. Pankki laskikin ohjauskoronsa 8,5 prosenttiin.

Russian Prosperity -rahaston arvonkehitys on tämän vuoden aikana ollut markkinan yleiskehitystä parempi. Kohderahastoamme hoitava Prosperity Capital Management (PCM) on alipainottanut öljy- ja kaasusektoria pyrkien keskittymään yhtiöihin, jotka pitkällä tähtäimellä hyötyvät Venäjän talouden yleisestä kasvusta ja rakenteiden modernisoinnista. Monet merkittävät toimialat, kuten rakennusala, rautatiet, lääketeollisuus sekä media ja turismi, ovat edelleen hyvin pienellä painolla RTS-indeksissä.

Kohderahastomme tämän hetkinen arvostustaso on ennusteiden mukaisilla p/e-luvulla noin 6,2x. Sitä voidaan pitää matalana verrattuna esim. muihin kehittyviin markkinoihin.

Rahaston sijoitukset

Salkkuamme hankittiin vuosineljänneksen aikana kaksi uutta osaketta: kiinteistö-sijoitusyhtiö AFI Development sekä satamaoperaattori Novorossiysk Commercial Sea Port.

Jälkimmäinen on Venäjän johtava satamaoperaattori. Sen suurin satama on Mustallamerellä sijaitseva Novorossiysk. Lisäksi yhtiö operoi Primorskin satamaa Suomenlahdella sekä Baltiyskin satamaa Kaliningradissa. Yhtiö hoitaa noin viidesosan Venäjän merisatamien kautta kulkevasta rahdista, viime vuonna yhteensä 147 miljoonaa tonnia. Novorossiyskin markkina-arvo on noin 2,3 miljardia euroa, viime vuoden käyttökate 640 miljoonaa euroa ja ennusteisiin perustuva p/e 4,5x.

PCM näkee yhtiössä myös erikoistilanteen, joka liittyy omistajarakenteen uudistamiseen. Venäjän valtion vähemmistöomistus aiotaan mahdollisesti yksityistää ja enemmistöomistajien eli Summa Groupin ja Transneftin omistukset järjestellään uudelleen.

RAHASTON SALKKU 30.9.2017

Toimiala	Rahasto %	RTS-indeksi %
Öljy & Kaasu	24	46
Kulutustavarat	17	8
Muut raaka-aineet	16	14
Rahoitus	19	20
Teollisuus ja muut	7	3
Maatalous	6	1
Energia (sähkö)	9	4
Telekommunikaatio	0	4
Käteinen	2	-

Salkustamme myytiin vuosineljänneksen aikana sen suurimpiin sijoituksiin kuulunut pitkäaikainen salkussa ollut siipikarjayhtiö Cherkizovo. Yhtiön enemmistöomistaja tarjoutui ostamaan vähemmistöomistajien osuudet markkinahintaan ja PCM päätti myydä rahaston osakkeet. Cherkizovon kurssi oli alkuvuodesta noussut euroissa lähes +45 %.

Voimakkaan kurssinousun seurauksena painoa kevennettiin myös Venäjän suurimmassa pankissa Sberbankissa sekä luottokortteihin ja online-pankipalveluihin erikoistuneessa TCS Groupissa.

Myynneistä saatuja varoja käytettiin mm. lisäostoihin timanttילוhija Alrosassa, potaskan valmistaja Acronissa sekä öljy-yhtiö Lukoilin. Rahasto jatkaa edelleen ylipainossa kulutustavaroissa, maataloudessa sekä sähköntuotannossa.

Pakotteiden tilanne

EU päätti kesällä jatkaa Venäjälle asetettuja talouspakotteita puolella vuodella, koska Minskin sopimuksen ehtoja ei ole täytetty. Pakotteet rajoittavat mm. rahoituksen saatavuutta joillekin venäläisyhtiöille, mutta myös esimerkiksi öljyntuotantoon liittyvien laitteiden vientiä Venäjälle. Yhdysvallat puolestaan ilmoitti kiristävänsä Venäjän vastaisia pakotteita, koska se epäilee Venäjän sekaantuneen vuoden 2016 presidentinvaaleihin.

Pakotteiden vaikutukset eivät toistaiseksi ole olleet kovin suuria. Venäläisyhtiöt ovat esim. onnistuneet hakeutumaan muille rahoitusmarkkinoille. PCM:n mukaan pakotteista on ollut tavallaan hyötyäkin, koska kotimaista tuotantoa on ollut jouduttu monipuolistamaan ja yhtiöiden on ollut pakko tehostaa toimintaansa.

Pakotelistalla on pääosin öljy-yhtiöitä ja puolustus-teollisuutta sekä valtion omistamia pankkeja. Öljysektorin teknologiapakotteet vaikuttavat lähinnä arktisen alueen öljynetsintään, joka ei tosin nykyisillä öljynhinnoilla ole muutenkaan kannattavaa. Pankeilta on evätty pääsy kansainvälisille rahoitusmarkkinoille lukuun ottamatta alle kuukauden mittaista rahoitusta. Venäläispankeilla ei kuitenkaan ole hätää, esim. talletukset ulkomaisissa valuutoissa ylittävät reilusti myönnettyjen valuuttalainojen määrää.

Jos pakotteet jonain päivänä kumottaisiin, olisivat positiiviset vaikutukset lähinnä psykologisia - mitä ei tietenkään pidä vähätellä, yrityselämä varmaankin vilkastuisi. Tätä kehitystä edesauttaa myös se, että yleishallinto mielletäisiin nykyistä avoimemmaksi ja luotettavammaksi.

Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,



Jonathan Aalto
jonathan.aalto@seligson.fi

Geopolitiikan uutisista huolimatta menee monilla venäläisillä yrityksillä varsin mukavasti, kuten Russian Prosperity -rahastomme viime vuosien hyvä tuottokin osalta kertonee. Voikin olla paikallaan jälleen kerran kurkistaa myös uutisesiripun taakse. Allekirjoittanut sai tehokkaan infokierroksen kohderahastoamme hoitavan PCM:n järjestämällä sijoittajapäivillä syyskuussa.

Venäjän talous on kokonaisuudessaankin yltänyt kuluvana vuonna ennusteita parempaan kehitykseen. PCM odottaa bkt:n kasvavan myös tulevina vuosina 2,5-3 % vauhtia ja katsoo, että Venäjälle ennätyksellisen alhainen inflaatio ja korkotasot antavat hyvät edellytykset talouskasvun jatkumiselle.

Inflaation hidastumiseen ovat osaltaan vaikuttaneet edullisempien kotimaisten tuotteiden kasvanut kysyntä ja kalliiden tuontitavaroiden menekien lasku, ruplan tuonnille epäedullisemmän kurssin vuoksi. Kotimaista kysyntää on tukenut myös hyvä työllisyystilanne. Venäjällä on tällä hetkellä käytännössä täystyöllisyys, työttömyysaste on alle 5 %.

Taitajille tarvetta

Kotimarkkinoilla toimivien venäläisyritysten esityksissä sijoittajille nousi selvästi esille huoli osaavan työvoiman saatavuudesta. Juuri nyt on pula erityisesti insinöörikoulutuksen saaneista.

Yleisesti ottaen venäläiset opiskelevat varsin pitkälle. Lähes 40 %:lla nuorista on korkeakoulutus ja OECD:n hiljattain julkaiseman raportin mukaan 25-64 vuotiaiden ryhmästä 56 % oli saanut jonkinasteista korkeakoulutusta. Tämä oli toiseksi korkein luku kanadalaisien jälkeen, vaikka koulutusmenojen suhde bruttokansantuotteeseen olikin vertailun maista alhaisin.

Koulutettujen ammattilaisten siirtyminen ulkomaille on monien yritysten huoli. Suuren it-palveluyrityksen IBS Groupin perustajan Anatoli Karachinskin mukaan pahin kilpailu teknologian työvoimasta ei tapahdu venäläisten yritysten kesken, vaan kotimarkkinan ja Silicon Valleyn välillä.

Insinööritason it-osaajan kuukausipalkka Venäjällä vaihtelee euroiksi muutettuna yleensä tuhannesta kahteen. Kalliiden kaupunkien listalla taas viime vuonna kiivunneen Moskovan sadesäässä sopi hyvin mieltä, mikä ihme saakaan tietotekniikan taitajan valitsemaan paremman palkan ja kalifornian auringon 300 päivänä vuodessa...

Korkeakoulutusta haittaa sekin, että insinöörien lisäksi eri alojen professorien ja tohtorien pitäminen Venäjällä on vaikeaa. Pedagogian professori Isak Frouminin mukaan venäläisten yliopisto-opettajien kysyntä on suurta etenkin Kiinassa. Esimerkkinä hän käytti ystäväänsä, jolle kiinalainen korkeakoulu äskettäin tarjosi aiempaan nähden kolminkertaisen palkan sekä säännölliset lentoliput Moskovaan, business-luokassa.

Yritykset pyrkivät vastaamaan haasteeseen tekemällä tiivistä yhteistyötä korkeakoulujen ja yliopistojen kans-

sa tai kouluttamaan itse työntekijöitä varmistaakseen osaavien henkilöiden saatavuuden tulevaisuudessa.

Hyvä työllisyystilanne on johtanut myös reaali-palkkojen nousuun. Se auttaa kotimaista kysyntää, mutta tuo haasteita yritysten kilpailukyvyille ja luo painetta inflaation kiihtymiselle tulevaisuudessa.

Toisaalta parempi palkkataso saattaa pikku hiljaa houkutella ulkomaankokemusta hankkineita takaisin. Keskustelin mm. nuoren venäläisen kanssa, joka oli opiskellut taloustieteitä kotimaassa ja aloittanut myös tohtorikoulutusohjelman. Elämä kävi kuitenkin vaikeaksi, koska tohtorikoulutettavan ansiot olivat vain kymmenesosa huoneen vuokrasta.

Nykyisin hän työskentelee analyytikkona Lontoon Citi:ssä ja haaveilee jossakin vaiheessa palaavansa Moskovaan. Mediauutisointi ulkomailla ei ollut vienyt vetoa kotiinpäin: hän oli vahvasti sitä mieltä, että jos palkka vain riittäisi, olisi elämänlaatu paljon parempi Moskovassa kuin Lontoossa.

Myönteistä makroa

Apulaisvaltiovarainministeri Alexej Moisejevin mukaan valtio kehittää edelleen yritysten ja sijoittajien toimintaympäristöä. Valtionyhtiöiden yksityistämistä jatketaan ja luvassa on myös lisää toimenpiteitä korruption estämiseksi, yritysten hallintokulttuurin parantamisen ja arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin tehostamiseksi. Maailmanpankin vuosittaisella *Doing Business* -listalla Venäjä on tasaisesti parantanut sijoitustaan sijalle 40. Vielä viisi vuotta sitten sijoitus oli niinkin alhainen kuin 120.

Taloudellisen toiminnan vilkastuminen ja öljyn hinnan nousu parin vuoden takaisista lukemista ovat parantaneet valtion budjettitasapainoa. Alijäämän odotetaan olevan luokkaa prosentti bkt:sta (vuonna 2016 3,5 %). Venäjän talouden tasapainottaminen saattaa olla mahdollista alhaisemmalla öljyn hintatasolla kuin aikaisemmin on oletettu.

Makrotalouden huolena on toisaalta se, että presidentinvaalien lähestyminen voi lisätä paineita kasvattaa valtion menoja. Putin asettunee ehdolle ja tulee myös valituksi. Talouden osalta tämä PCM:n mukaan todennäköisesti tarkoittaisi nykyisten businessyhteistyön toimintatapojen jatkumista sisäpoliittisesti vakaassa ilmapiirissä.

Venäjällä on aineksia arvonnousuun myös sijoittajille, jos liike-elämän myönteinen kehitys saa jatkaa. Riskit liittyvät mm. öljyn hinnan alenemiseen, rakenteellisten muutosten hitauteen, sanktioiden mahdollisiin pitkän ajan vaikutuksiin ja toki osaltaan siihenkin, mihin suuntaan geopolitiittiset jännitteet kehittyvät.



Jaana Timonen
jaana.timonen@seligson.fi

SELIGSON & CO TROPICO LATAM

30.9.2017

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Brasilian osakemarkkinoille. Mukana myös Chile, Kolumbia ja Peru.

TROPICO LATAM JA VERTAILUINDEKSI

12.5.2016 – 30.9.2017

Euro



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	12.5.2016
Tyyppi	Osakerahasto: Brasilia, Chile, Kolumbia, Peru
Rahaston koko (milj. euroa)	4,7
Vertailuindeksi	70 % STOXX Brazil Total Market NR 30 % S&P Dow Jones Mila Andean 40 NTR
Hallinnointipalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	1 %, jos merkintä alle 4 999 €
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö
Neuvonantaja	Trópico Latin America Investments

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	18,5 %	14,1 %	15,8 %	14,6 %
Vuoden alusta	16,7 %	20,3 %	12,3 %	22,5 %
1 v	25,4 %	20,1 %	22,1 %	24,5 %
Aloituspäivästä	36,4 %	18,4 %	41,8 %	24,1 %
Aloituspäivästä p.a.	25,1 %		28,7 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	1,40 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta, ei sisälly juokseviin kuluihin)	0,62 %
Kaupankäyntikulut	0,10 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,12 %
Salkun kiertonopeus	53,10 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,18 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,70 %

SUURIMMAT OSAKEOMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
BANCO BRADESCO-ADR	Brasilia	9,1 %
UNIPAR CARBOCLORO SA	Brasilia	7,7 %
PROFARMA DISTRIBUIDORA	Brasilia	7,5 %
SONAE SIERRA BRASIL SA	Brasilia	5,9 %
ALUPAR INVESTIMENTO SA-UNIT	Brasilia	4,5 %
ITAU UNIBANCO H-SPON PRF ADR	Brasilia	4,3 %
MOVIDA PARTICIPACOES SA	Brasilia	4,2 %
ITAUSA-INVESTIMENTOS ITAU-PR	Brasilia	3,9 %
PETROBRAS - PETROLEO BRAS-PR	Brasilia	3,7 %
CREDICORP LTD	Peru	3,7 %

Tropico LatAm -rahastomme tuotti vuoden kolmannen neljänneksen aikana peräti +18,5 %. Rahaston vertailuindeksikin nousi samana aikana +15,8 %. Vuoden alusta rahasto on tuottanut +16,7 % ja indeksi +12,3 %.

Brasilian talouden elpyminen jatkui vuoden kolmannella neljänneksellä. Moottorina on toiminut kotitalouksien kasvava kulutus sekä viennin pirstyminen. Inflaatio on laskenut viime vuoden noin 10 % tasolta 2,5 prosenttiin ja on nyt matalin 18 vuoteen. Brasilian keskuspankki leikkasi ohjaukorkoaan prosenttiyksiköllä eli 8,25 prosenttiin.

Vaikka taloudessa menee paremmin, on Brasilian poliittinen tilanne edelleen sotkuinen. Presidentti Michel Temerä vastaan on jälleen nostettu rikossyytteitä korruptiosta. Häntä epäillään viranomaisten harhaanjohtamista sekä osallisuudesta lahjuksia ottaneeseen ryhmään. Temerillä uskotaan kuitenkin olevan tukea kongressin alahuoneessa, joka viime kädessä päättää presidentin kohtalosta. Neuvonantajamme Trópicon mukaan Temerin jatkamista virassa tarvittaisiin, jotta suunniteltuja uudistuksia saadaan tehtyä.

Rahaston salkku

Rahastossa oli syyskuun lopussa 23 yhtiön osakkeita ja neljä pientä rahastosijoitusta tuomassa lisähajautusta ja edesauttamassa likviditeetin hallintaa. Uusia sijoituskohteita ei hankittu. Salkusta myytiin neljänneksen aikana pois lentokoneita valmistava Embraer, lääkkeen tukkukauppias Raia Drogasil sekä teknologiapalveluita tarjoava Valid.

Salkun suurimmat sijoitukset ovat tällä hetkellä Brasilian kolmanneksi suurin yksityinen pankki Banco Bradesco, edellisessä katsauksessa esitelty kemikaaliyhtiö Unipar Carbocloro sekä lääke- ja kosmetiikkatuotteiden tukkukauppias Profarma.

Itaúsa

Monialayhtiö Itaúsa omistaa 38 % Brasilian toiseksi suurimmasta pankista Itaú Unibancosta. Itaúsan markkina-arvo on peräti 20 miljardia euroa ja se on Latinalaisen Amerikan suurin yhtiö, jossa pääomistaja ei ole valtio. Yhdessä suoran omistuksemme kanssa Itaúin osuus rahastossamme nousee noin kuuteen prosenttiin.

Pankkitoiminnan lisäksi Itaúsa omistaa mm. osan Alpargatas yhtiöstä, jonka Havaianas varvassandaalit ovat tuttuja myös suomalaisille, puupaneelisiin ja laminaattilattioihin erikoistuvasta Duratexista sekä kemian alalla toimivasta Elekeiroz-yhtiöstä.

Vaikka Itaúsalla on omistuksia muillakin aloilla, tulee peräti 90 % sen tuloksesta pankkitoiminnasta. Trópico uskoo Brasilian talouden elpymisen vaikuttavan pankkisektoriin myönteisesti ja Itaú Unibancon olevan hyvissä asemissa sitä varten.

Itaúsa keskittyy Brasilian kotimarkkinalle ja kasvaa etenkin yrityskauppojen avulla. Se aikoo lisätä sijoituksiaan rahoitusalan ulkopuolella.

Suurimman omistuksen eli Itaú Unibancon tärkeimpiä tulonlähteitä on perinteinen lainaustoiminta. Brasilian talouden viime vuosien vaikeuksista huolimatta pankki on onnistunut säilyttämään erinomaisen kannattavuutensa ja saanut lisättyä tuloja luottokorttimaksuista, vakuutuksista ja investointipankkitoiminnasta.

Itaúsan osakkeeseen liittyy isohko konglomeraattialennus. Elokuun loppupuolella Itaúsa oli noin 25 % halvempi kuin sen omistamat yhtiöt. Viime vuoden tulos oli noin 2,3 miljardia euroa ja oman pääoman tuotto 18,6 %. Tämän vuoden arvioidulla tuloksella Itaúsa hinnoitellaan tasolle p/e 10x.

Sonae Sierra Brasil

Sonae Sierra on kiinteistö-sijoitusyhtiö, joka omistaa, hallinnoi ja kehittää kauppakeskuksia Brasiliassa. Sillä on yhdeksän omaa kauppakeskusta eri paikkakunnilla sekä operointipalveluja. Kiinteistöjen vuokrattava pinta-ala on n. 475 000 neliometriä ja kauppakeskuksissa toimii yhteensä yli 2 100 kauppa. Yhtiön pääomistajat ovat portugalilainen Sonae Sierra sekä saksalainen sijoittaja Alexander Otto.

Digitalisaatio ja verkkokauppa ovat Brasiliassa muutaneet kauppakeskusten toimintaympäristöä ja kilpailuaselmia vielä aika vähän. Etämyynnin toimitusketju ei ole sujuva ja monimutkainen kaupunkisuunnittelu luo hyvin sijoitetuille kauppakeskuksille suotuisan ympäristön. Brasilialaisista kauppakeskuksista löytyy yleensä myös pankki-, urheilu- ja elämispalveluita.

Sonae Sierra panostaa kestävän kehityksen kiinteistö-ratkaisuihin ja on saanut niillä kustannustehokkuutta. Yhtiö arvioi vuodesta 2002 lähtien säästäneensä yli 18 miljoonaa euroa sähkön- ja vedenkulutuksen vähentämiseen tähtäävien toimenpiteiden ansiosta.

Trópico on luottavainen Sonae Sierran kannattavuuden suhteen. Brasilian talouskriisi pysäytti osan vuonna 2012-2013 rakennettujen kauppakeskusten laajentamissuunnitelmista ja vähensi asiakkaiden ostohaluja. Uusien kauppakeskusten osuus yhtiön liikevaihdosta on kuitenkin jo vajaa viidennes ja hyvän hajautuksen ansiosta se on onnistunut pitämään tuloksensa vakaina vaikeinakin vuosina.

Nyt kun Brasilian talous näyttäisi kääntyvän kohti parempaa, voidaan odottaa kulutuksenkin kasvavan. Sonae Sierran tämän tilikauden ensimmäisen neljänneksen kassavirrat nousivat 16 prosentilla edellisvuodesta (ennen käyttö-pääoman muutosta). Trópico odottaa tuloksen kasvavan reippaasti lähivuosina.

Yhtiön liikevaihto oli viime vuonna 107 miljoonaa euroa ja se teki noin 64 miljoonan euron käyttökatteen. Noin 80 % tuloksesta on peräisin kauppojen vuokratuotoista. Nettovelka/EBITDA on 2.3x mitä Trópico pitää kiinteistö-sijoitusyhtiölle varsin kohtuullisena.

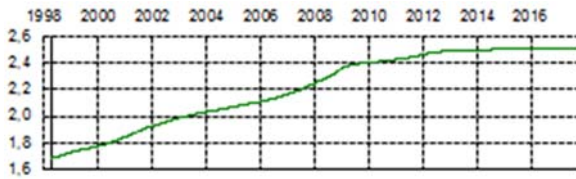
*Neuvonantaja Trópico Latin American
Investmentsin raporttien pohjalta,*



Jonathan Aalto
jonathan.aalto@seligson.fi

RAHAMARKKINARAHASTO AAA
 30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto sijoittaa lyhyisiin euromääräisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	273,1
Vertailuindeksi	3 kk euriborindeksi
Hallinnointipalkkio	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä- / lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,05 %	0,03 %	-0,08 %	0,01 %
Vuoden alusta	-0,11 %	0,02 %	-0,25 %	0,01 %
1 v	-0,11 %	0,02 %	-0,32 %	0,01 %
3 v	0,35 %	0,03 %	-0,41 %	0,01 %
5 v	1,04 %	0,03 %	0,09 %	0,02 %
10 v	13,15 %	0,12 %	11,75 %	0,13 %
Aloituspäivästä	49,58 %	0,14 %	51,17 %	0,16 %
Aloituspäivästä p.a.	2,09 %		2,14 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,00 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,18 %
Salkun kiertonopeus	26,62 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,29
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,02 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,94 %

Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

Maa Osuus rahastosta

Säästöpankkiryhmä	Suomi	20,1 %
Handelsbanken	Suomi	18,6 %
AsuntoHypoPankki	Suomi	16,8 %
S-Pankki	Suomi	14,2 %
Ålandsbanken	Suomi	11,4 %

Suurimmat yksittäiset omistukset

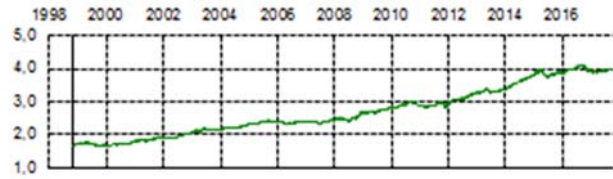
Maa Osuus rahastosta

Handelsbanken -tilisopimus	Suomi	18,6 %
S-Pankki -tilisopimus	Suomi	10,5 %
Turun Seudun OP -tilisopimus	Suomi	7,3 %
Nordea -tilisopimus	Suomi	3,8 %
Määräaikainen talletus S-Pankki Oy 25.10.2017	Suomi	3,7 %
Määräaikainen talletus Säästöpankki Optia 16.03.2018	Suomi	2,9 %
Sijoitusodistis Säästöpankkien Keskuspankki 07.06.2018	Suomi	2,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIO
 30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Euro-obligaatio mallintaa euroalueen valtioiden euromääräisten lainojen indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	62,1
Vertailuindeksi	BofA Merrill Lynch Euro Government
Hallinnointipalkkio	0,27 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitus aika < 90 pv)
Salkunhoitajat	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,44 %	2,92 %	0,60 %	2,96 %
Vuoden alusta	-0,41 %	3,29 %	-0,12 %	3,44 %
1 v	-3,32 %	3,72 %	-3,08 %	3,80 %
3 v	6,65 %	3,89 %	7,27 %	4,05 %
5 v	24,39 %	3,59 %	25,59 %	3,67 %
10 v	65,36 %	4,06 %	60,85 %	4,06 %
Aloituspäivästä	135,66 %	3,76 %	137,37 %	3,74 %
Aloituspäivästä p.a.	4,62 %		4,66 %	

* 30.6.2017 asti EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Y

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	0,28 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,29 %
Salkun kiertonopeus	-10,54 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 23,8 %, AA 36,6 %, A 1,9 %, BBB 37,7 %
Salkun korkoriski (duraatio)	7,13
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,21 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,01 %

Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

Maa Osuus rahastosta

Ranskan valtio	Ranska	24,8 %
Italian valtio	Italia	24,0 %
Saksan valtio	Saksa	17,4 %
Espanjan valtio	Espanja	13,6 %
Belgian valtio	Belgia	6,3 %

Suurimmat yksittäiset omistukset

Maa Osuus rahastosta

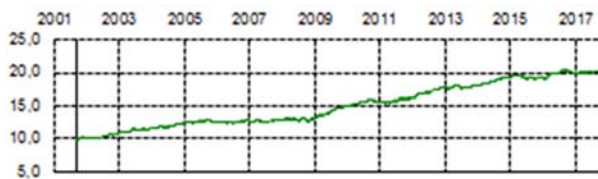
Saksan valtion obligaatio 3,25% 04.07.2021	Saksa	1,4 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 04.01.2024	Saksa	1,3 %
Ranskan valtion obligaatio 5,75% 25.10.2032	Ranska	1,3 %
Ranskan valtion obligaatio 5,50% 25.04.2029	Ranska	1,3 %
Saksan valtion obligaatio 5,625% 04.01.2028	Saksa	1,1 %
Ranskan valtion obligaatio 3,5% 25.04.2020	Ranska	1,1 %
Italian valtion obligaatio 4,75% 01.08.2023	Italia	1,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND

30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Euro Corporate Bond mallintaa euromääräisten yrityslainojen indeksia.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	69,4
Vertailuindeksi	The BofA Merrill Lynch Euro Non-Financial
Hallinnointipalkkio	0,32 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika < 90 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksis Härmä

TUOTTO JA VOLATIILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	0,86 %	1,79 %	1,13 %	1,82 %
Vuoden alusta	0,54 %	2,03 %	1,41 %	2,10 %
1 v	-1,19 %	2,14 %	-0,40 %	2,25 %
3 v	5,20 %	2,24 %	7,39 %	2,37 %
5 v	15,63 %	2,23 %	20,22 %	2,29 %
10 v	57,81 %	2,93 %	66,82 %	2,79 %
Aloituspäivästä	101,22 %	2,91 %	124,48 %	2,81 %
Aloituspäivästä p.a.	4,45 %		5,17 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	0,33 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (arvio)	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,37 %
Salkun kiertonopeus	6,85 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 2,1 %, AA 11,5 %, A 38,5 %, BBB 48,0 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,38
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,94 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,00 %

Suurimmat vastapuolet yhteenlaskettuina

Maa Osuus rahastosta

VOLKSWAGEN INFIT	Saksa	2,3 %
ELEC DE FRANCE	Ranska	2,2 %
TOTAL CAPITAL	Ranska	2,0 %
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	2,0 %
ANHEUSER-BUSCH INBEV	Belgia	1,7 %

Suurimmat yksittäiset omistukset

Maa Osuus rahastosta

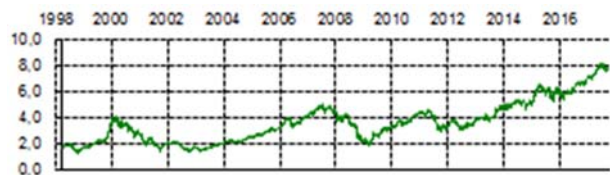
ASF 5,625% 04.07.2022	Ranska	1,3 %
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA 1,5% 18.04.2030	Belgia	1,2 %
GE CAPITAL EURO FUNDING 0,80% 21.01.2022	Yhdysvallat	1,0 %
TELEFONICA EMISIONES SAU 3,987% 23.01.23	Espanja	1,0 %
GAS NATURAL 3,875% 17.01.2023	Espanja	1,0 %
SHELL INTERNATIONAL FIN 2,5% 24.03.2026	Alankomaat	1,0 %
ELECTRICITE DE FRANCE 4,625% 26.04.2030	Ranska	1,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SUOMI INDEKSIRAHASTO

30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	122,6
Vertailuindeksi	OMX GES Sustainability Finland Index
Hallinnointipalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 %, lunastettaessa jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksis Härmä

TUOTTO JA VOLATIILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiiliteetti	Tuotto	Volatiiliteetti
3 kk	-0,16 %	12,10 %	-0,05 %	12,15 %
Vuoden alusta	11,00 %	11,16 %	11,33 %	11,19 %
1 v	17,82 %	11,60 %	18,31 %	11,64 %
3 v	52,94 %	17,96 %	54,94 %	17,99 %
5 v	129,96 %	16,91 %	134,53 %	17,00 %
10 v	62,86 %	22,57 %	71,37 %	22,67 %
Aloituspäivästä	368,65 %	23,76 %	309,07 %	23,99 %
Aloituspäivästä p.a.	8,24 %		7,49 %	

* Hintaindeksi 30.6.2005 asti, 1.7.2005 alk. Helsinki Benchmark Cap -tuottoindeksi ja 1.3.2011 alkaen OMX GES Sustainability Finland Index.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,48 %
Salkun kiertonopeus	12,05 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,11 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,08 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

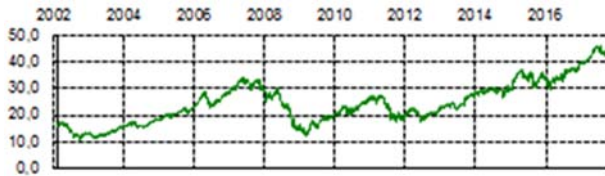
Maa Osuus rahastosta

UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	10,3 %
KONE OYJ-B	Suomi	9,5 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,4 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	8,8 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	7,4 %
FORTUM OYJ	Suomi	6,5 %
ORION OYJ-CLASS B	Suomi	4,9 %
ELISA OYJ	Suomi	4,6 %
NESTE OYJ	Suomi	4,2 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	4,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

OMX HELSINKI 25 PÖRSSINOTEERATTU RAHASTO
30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



OMX Helsinki 25 -indeksiä seuraava indeksirahasto. Rahaston osuus on Helsingin pörsissä noteerattu arvopaperi, jolla voi käydä kauppaa arvopaperivälittäjien kautta.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	257,9
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,11–0,18 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto			Vertailuindeksi	
	Osuuden arvonkehitys	Voitonjakokorjattu tuotto *	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,93 %	0,93 %	11,25 %	0,98 %	11,08 %
Vuoden alusta	12,10 %	12,10 %	11,12 %	12,24 %	11,07 %
1 v	18,25 %	18,25 %	11,46 %	18,43 %	11,44 %
3 v	51,72 %	51,72 %	18,64 %	51,97 %	18,59 %
5 v	119,30 %	137,83 %	17,33 %	119,37 %	17,80 %
10 v	34,41 %	82,09 %	24,20 %	34,39 %	24,52 %
Aloituspäivästä	184,94 %	376,38 %	21,94 %	185,13 %	22,23 %
Aloituspäiv. p.a.	6,92 %	10,49 %		6,92 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	0,16 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,19 %
Salkun kiertonopeus	21,10 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,07 %**
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

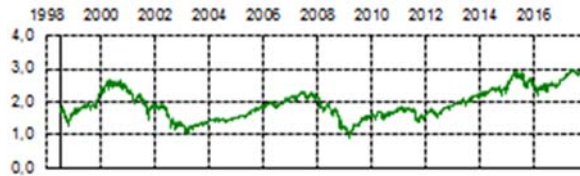
KONE OYJ-B	Suomi	9,9 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,6 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,4 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,2 %
WÄRTSILA OYJ	Suomi	7,0 %
FORTUM OYJ	Suomi	6,2 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	5,7 %
ELISA OYJ	Suomi	4,3 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	4,1 %
NESTE OYJ	Suomi	4,0 %

* Huom! Voitonjakokorjattu tuotto on laskettu 27.2.2015 asti ottaen huomioon rahastosta jaetut tuotonmaksut, jolloin se kuvaa paremmin sijoittajan saamaa tuottoa. Tästä eteenpäin rahaston osuudet ovat kasvuosuuksia eikä voitonjakokorjausta tarvita. Myös vertailuindeksi on hintaindeksi 27.2.2015 asti.

** Indeksipoikkeamassa ei ole huomioitu indeksin tarkistuspäiviä, jolloin indeksiä ei lasketa close-hinnoilla.

EUROOPPA INDEKSIRAHASTO
30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Eurooppalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	140,4
Vertailuindeksi	DJ Sustainability Europe
Hallinnointipalkkio	0,44 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,12 %	9,10 %	0,17 %	9,15 %
Vuoden alusta	9,82 %	8,93 %	9,85 %	9,03 %
1 v	17,05 %	10,02 %	17,22 %	10,09 %
3 v	20,44 %	18,22 %	20,93 %	18,14 %
5 v	61,30 %	15,85 %	63,38 %	15,83 %
10 v	31,55 %	20,57 %	37,35 %	20,73 %
Aloituspäivästä	73,65 %	21,27 %	99,50 %	21,49 %
Aloituspäivästä p.a.	2,90 %		3,64 %	

* 1.7.2008 asti DJ STOXX 50 NDR ja sen jälkeen 20.9.2010 asti DJ STOXX Sustainability.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,52 %
Salkun kiertonopeus	25,26 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,27 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,06 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

NESTLE SA-REG	Sveitsi	6,2 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	5,4 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	4,3 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	Iso-Britannia	3,4 %
TOTAL SA	Ranska	3,2 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	2,7 %
SAP SE	Saksa	2,6 %
UNILEVER NV-CVA	Iso-Britannia	2,4 %
ALLIANZ SE-REG	Saksa	2,4 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	2,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

Ajankohtakorjatut indeksiluvut. Indeksirahastojen Aasia, Eurooppa ja Pohjois-Amerikka indeksipoikkeaman laskennassa on käytetty valuuttakurssien arvostusajankohdan mukaan korjattuja indeksilukuja. Rahastojen virallisissa vuosikertomuksissa julkaisemme myös korjaamattomat luvut.

PASSIIVISET RAHASTOT

AASIA INDEKSIRAHASTO

30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Tyyneenmeren alueen osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Aasia
Rahaston koko (milj. euroa)	63,9
Vertailuindeksi	Dow Jones Sustainability Asia Pacific 31.3.2009 asti TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointipalkkio	0,43 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,19 %	8,39 %	0,47 %	9,77 %
Vuoden alusta	1,20 %	9,68 %	1,38 %	11,14 %
1 v	7,09 %	11,51 %	7,89 %	12,95 %
3 v	21,71 %	17,24 %	23,73 %	18,62 %
5 v	49,05 %	15,56 %	53,56 %	16,82 %
10 v	34,15 %	18,82 %	45,34 %	22,85 %
Aloituspäivästä	-45,25 %	21,09 %	-37,98 %	23,69 %
Aloituspäivästä p.a.	-3,33 %		-2,65 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	0,44 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,47 %
Salkun kiertonopeus	22,33 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,34 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,05 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

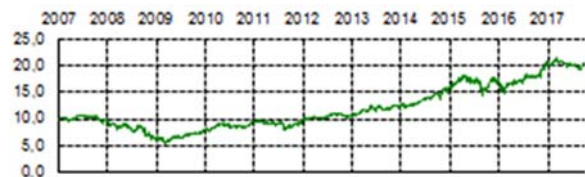
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	Korean tasavalta	9,7 %
COMMONWEALTH BANK OF AUSTRALIA	Australia	4,5 %
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP	Japani	4,0 %
WESTPAC BANKING CORP	Australia	3,7 %
AUST AND NZ BANKING GROUP	Australia	3,0 %
NATIONAL AUSTRALIA BANK LTD	Australia	2,9 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	2,3 %
CSL LTD	Australia	2,1 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	1,9 %
SK HYNIX INC	Korean tasavalta	1,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

POHJOIS-AMERIKA INDEKSIRAHASTO

30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Pohjoisamerikkalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, Pohjois-Amerikka
Rahaston koko (milj. euroa)	127,9
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America 1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR
Hallinnointipalkkio	0,42 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksi Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,08 %	10,64 %	2,27 %	10,82 %
Vuoden alusta	0,67 %	9,94 %	1,21 %	10,13 %
1 v	13,71 %	10,78 %	14,64 %	10,97 %
3 v	37,66 %	16,37 %	41,20 %	16,57 %
5 v	88,25 %	14,49 %	96,98 %	14,68 %
10 v	96,17 %	19,87 %	112,51 %	20,30 %
Aloituspäivästä	104,55 %	19,46 %	123,50 %	19,88 %
Aloituspäivästä p.a.	6,88 %		7,76 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	0,42 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,43 %
Salkun kiertonopeus	16,53 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoiikkeama (tracking error)	0,14 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,02 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

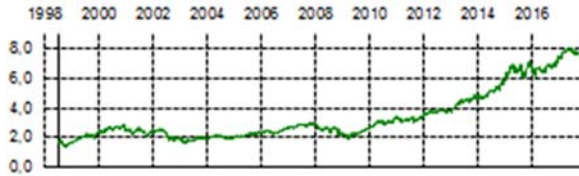
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	6,9 %
BANK OF AMERICA CORP	Yhdysvallat	3,0 %
AT&T INC	Yhdysvallat	2,9 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	2,8 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	2,7 %
CITIGROUP INC	Yhdysvallat	2,4 %
VISA INC-CLASS A SHARES	Yhdysvallat	2,3 %
UNITEDHEALTH GROUP INC	Yhdysvallat	2,3 %
COMCAST CORP-CLASS A	Yhdysvallat	2,2 %
INTEL CORP	Yhdysvallat	2,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 BRANDS

30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	273,0
Vertailuindeksi (ei säännöissä)	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointipalkkio	0,59 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksis Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,77 %	8,91 %	-2,15 %	9,43 %
Vuoden alusta	4,82 %	8,35 %	0,18 %	8,71 %
1 v	12,77 %	9,09 %	5,05 %	9,29 %
3 v	42,11 %	14,48 %	37,59 %	13,79 %
5 v	102,26 %	12,95 %	93,71 %	12,82 %
10 v	168,85 %	15,89 %	160,71 %	16,31 %
Aloituspäivästä	361,80 %	17,08 %	235,85 %	15,99 %
Aloituspäivästä p.a.	8,25 %		6,48 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,61 %
Salkun kiertonopeus	2,87 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	4,03 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,05 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

APPLE INC	Yhdysvallat	7,5 %
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	7,3 %
ALPHABET INC-CL C	Yhdysvallat	6,8 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,2 %
PROCTER & GAMBLE CO/THE	Yhdysvallat	6,1 %
KERING	Ranska	5,1 %
UNILEVER NV-CVA	Iso-Britannia	4,1 %
BURBERRY GROUP PLC	Iso-Britannia	3,7 %
EBAY INC	Yhdysvallat	3,7 %
DANONE	Ranska	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS

30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketeollisuus
Rahaston koko (milj. euroa)	182,4
Vertailuindeksi (ei säännöissä)	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointipalkkio	0,59 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 180 pv
Salkunhoitaja	Jani Holmberg, Aleksis Härmä

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,33 %	10,52 %	-1,06 %	10,46 %
Vuoden alusta	0,00 %	10,14 %	4,85 %	10,48 %
1 v	0,99 %	12,47 %	5,26 %	13,11 %
3 v	18,42 %	16,57 %	20,05 %	16,78 %
5 v	86,63 %	14,62 %	96,44 %	15,02 %
10 v	170,38 %	15,45 %	169,65 %	16,72 %
Aloituspäivästä	161,78 %	15,65 %	134,41 %	16,72 %
Aloituspäivästä p.a.	5,58 %		4,93 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2016 – 30.9.2017

Juoksevat kulut	0,63 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,64 %
Salkun kiertonopeus	7,26 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,72 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,05 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Maa Osuus rahastosta

NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	7,1 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,7 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	6,7 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,6 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	6,5 %
ABBVIE INC	Yhdysvallat	4,3 %
TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	Japani	4,0 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	4,0 %
BAYER AG-REG	Saksa	3,9 %
AMGEN INC	Yhdysvallat	3,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

KEHITTYVÄT MARKKINAT
 30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahastojen rahasto, sijoittaa kehittyville markkinoille sijoitaviin osakerahastoihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	3.9.2010
Tyyppi	Rahastojen rahasto (osake), kehittyvät markkinat
Rahaston koko (milj. euroa)	35,8
Vertailuindeksi	Ei varsinaista vertailuindeksiä, taulukossa alla käytetty MSCI Emerging Markets Index
Hallinnointipalkkio	0,34 % + kohderahastot 0,40 % -0,60 %.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	0 %, jos sijoitusaika ≥ 12 kk 0,5 %, jos sijoitusaika < 12 kk mutta ≥ 6 kk 1 %, jos sijoitusaika < 6 kk
Salkunhoitaja	Seligson & Co Rahastoyhtiö

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi *	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,65 %	8,55 %	4,09 %	11,74 %
Vuoden alusta	10,34 %	8,57 %	14,00 %	11,33 %
1 v	12,40 %	9,39 %	16,41 %	12,59 %
3 v	18,77 %	13,97 %	23,35 %	17,61 %
5 v	28,43 %	13,49 %	32,31 %	15,68 %
Aloituspäivästä	22,50 %	14,85 %	39,23 %	15,86 %
Aloituspäivästä p.a.	2,91 %		4,79 %	

Rahasto toimi 1.9.2014 asti syöttörahastona sijoittaen DFA:n Emerging Markets Value -rahastoon (ks. Välitysrahastot, alk. oikea palsta). Silloin vertailuindeksi oli MSCI Emerging Markets Value Index. Tässä taulukossa nykyisen indeksin luvut koko ajalta.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

 1.10.2016 –
 30.9.2017

Juoksevat kulut (sis. kohderahastot)	0,75 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Salkun kiertonopeus	-17,11 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,65 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2017)	0,08 %
Kaupankäyntikuluja ja kokonaiskuluja (TKA) emme julkaise. Niitä ei ole kaikista kohderahastoista ajantasaisesti saatavilla.	

RAHASTON OMISTUKSET

Osuus rahastosta

VANGUARD-EMRG MK ST INDEX FUND (Inst. Class)	17,58 %
DIMENSIONAL EMKT CORE EQUITY FUND EUR-ACC	17,15 %
ISHARES CORE EM IMI UCITS ETF	16,93 %
DFA Emerging Markets Value Fund (EUR, Acc.)	16,92 %
VANGUARD FTSE EMERGING MARKE	16,80 %
SPDR MSCI EMERG MKTS SMALL CAP	13,79 %
Käteinen	0,83 %

DFA EMERGING MARKETS VALUE FUND
 30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Erittäin laajasti hajautettu osakerahasto, joka sijoittaa kehittyvien markkinoiden osakkeisiin arvoyhtiöpainotuksella.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2005
Tyyppi	Osakerahasto, Kehittyvät Markkinat
Rahaston koko (milj. euroa)	1709,0
Vertailuindeksi	MSCI Emerging Markets Value Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,50 %
Juoksevat kulut (30.11.2016)	0,64 %
Salkunhoitaja	Dimensional Fund Advisors

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,93 %	6,16 %	1,76 %	5,97 %
Vuoden alusta	9,39 %	5,55 %	6,95 %	4,97 %
1 v	15,25 %	8,92 %	12,70 %	7,43 %
3 v	17,37 %	15,15 %	12,12 %	14,60 %
5 v	25,85 %	14,25 %	16,30 %	13,35 %
10 v	24,22 %	21,19 %	28,56 %	18,81 %
Aloituspäivästä	110,80 %	20,49 %	114,54 %	18,38 %
Aloituspäivästä p.a.	6,41 %		6,56 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET (30.6.2017)

Maa Osuus rahastosta

China Construction Bank Corp	Kiina	3,18 %
Vale SA	Brasilia	2,20 %
Industrial and Commercial Bank of China	Kiina	2,04 %
Reliance Industries Ltd	Intia	1,88 %
Hyundai Motor Co	Etelä-Korea	1,68 %
Petroleo Brasileiro SA	Brasilia	1,59 %
POSCO	Etelä-Korea	1,43 %
Shinhan Financial Group Co Ltd	Etelä-Korea	1,29 %
Bank of China Ltd	Kiina	1,26 %
Standard Bank Group Ltd	Etelä-Afrikka	1,12 %

Huom!

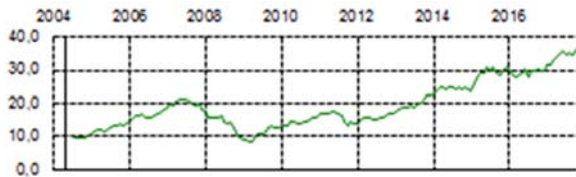
Yllä sekä kahdella seuraavalla aukeamalla on julkaistu rahastovälityspalvelun kautta saatavilla olevien yhteistyökumppanimme rahastojen tiedot. Välitysrahastopalvelun tuottaa Seligson & Co Rahastoyhtiön emoyhtiö Seligson & Co Oyj.

Niistä ei välttämättä löydy kaikkia samoja tietoja kuin Seligson & Co:n hallinnoimista rahastoista. Siksi osa kohdista puuttuu. Esimerkiksi merkintä- ja tuottosidonnaisten palkkioiden kohta puuttuu siksi, että niitä ei välitysrahas-toissa ole.

Taulukoissa mainittujen rahastojen hallinnointipalkkioiden lisäksi peritään Seligson & Co Oyj:n hinnaston mukainen välityspalkkio.

DFA EUROPEAN SMALL COMPANIES

30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)

Eurooppalaisiin pienyhtiöihin sijoittava erittäin laajasti hajautettu osakerahasto.

DFA US SMALL COMPANIES FUND

30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)

Yhdysvaltalaisiin pienyhtiöihin sijoittava erittäin laajasti hajautettu osakerahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	6.4.2004
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	159
Vertailuindeksi	MSCI Europe Small Cap Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,50 %
Juoksevat kulut (15.2.2017)	0,63 %
Salkunhoitaja	Dimensional Fund Advisors

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	28.4.2004
Tyyppi	Osakerahasto, Yhdysvallat
Rahaston koko (milj. euroa)	161
Vertailuindeksi	Russell 2000 Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 %
Juoksevat kulut (15.2.2017)	0,44 %
Salkunhoitaja	Dimensional Fund Advisors

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,73 %	9,79 %	5,00 %	9,06 %
Vuoden alusta	14,97 %	9,62 %	16,00 %	9,89 %
1 v	19,29 %	8,71 %	19,91 %	8,96 %
3 v	50,08 %	12,66 %	48,85 %	13,51 %
5 v	118,81 %	11,24 %	116,40 %	12,04 %
10 v	87,12 %	17,31 %	99,16 %	18,75 %
Aloituspäivästä	261,70 %	15,95 %	283,75 %	17,90 %
Aloituspäivästä p.a.	10,04 %		10,53 %	

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,99 %	21,49 %	2,18 %	18,44 %
Vuoden alusta	-4,16 %	16,21 %	-0,86 %	14,45 %
1 v	13,98 %	19,99 %	14,86 %	18,84 %
3 v	47,86 %	17,59 %	51,03 %	17,92 %
5 v	109,95 %	15,45 %	108,14 %	15,71 %
10 v	153,84 %	19,20 %	156,74 %	18,82 %
Aloituspäivästä	197,50 %	18,01 %	210,35 %	17,69 %
Aloituspäivästä p.a.	8,45 %		8,80 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET (30.6.2017)

	Maa	Osuus rahastosta
Ubisoft Entertainment SA	Ranska	0,50 %
Teleperformance	Ranska	0,49 %
Orion Oyj	Suomi	0,46 %
MTU Aero Engines AG	Saksa	0,45 %
Melrose Industries PLC	Iso-Britannia	0,45 %
OSRAM Licht AG	Saksa	0,43 %
LANXESS AG	Saksa	0,43 %
Halma PLC	Iso-Britannia	0,41 %
Prysmian SpA	Italia	0,39 %
Merlin Properties Socimi SA	Espanja	0,38 %

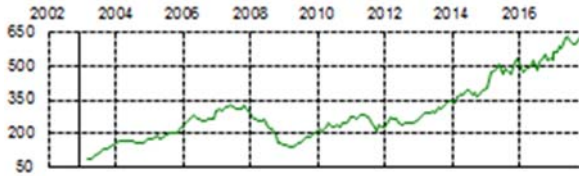
SUURIMMAT OMISTUKSET (30.6.2017)

	Maa	Osuus rahastosta
Advanced Energy Industries Inc	Yhdysvallat	0,37 %
Coherent Inc	Yhdysvallat	0,32 %
Masimo Corp	Yhdysvallat	0,26 %
Pegasystems Inc	Yhdysvallat	0,26 %
Air Transport Services Group Inc	Yhdysvallat	0,24 %
WGL Holdings Inc	Yhdysvallat	0,24 %
Pinnacle Financial Partners Inc	Yhdysvallat	0,23 %
Wendy's Co/The	Yhdysvallat	0,23 %
ALLETE Inc	Yhdysvallat	0,23 %
ACI Worldwide Inc	Yhdysvallat	0,22 %

SPILTAN AKTIEFOND SVERIGE

30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Ruotsalaisiin osakkeisiin sijoittava aktiivinen osakerahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	2.12.2002
Tyyppi	Osakerahasto Ruotsi
Rahaston koko (milj. SEK)	1 063
Vertailuindeksi	Six Portfolio Return Index Stockholm
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	1,50 %
Juoksevat kulut (31.1.2017)	1,53 %
Salkunhoitaja	Pär Andersson

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,78 %	13,53 %	1,53 %	15,53 %
Vuoden alusta	11,33 %	14,14 %	12,50 %	12,13 %
1 v	13,24 %	13,00 %	16,34 %	8,93 %
3 v	69,56 %	16,35 %	44,55 %	13,11 %
5 v	150,63 %	14,37 %	109,67 %	11,76 %
10 v	102,81 %	18,71 %	117,03 %	17,57 %
Aloituspäivästä	524,83 %	18,09 %	492,04 %	16,77 %
Aloituspäivästä p.a.	13,14 %		12,73 %	

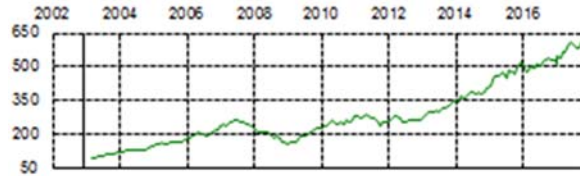
SUURIMMAT OMISTUKSET (30.9.2017)

	Maa	Osuus rahastosta
TROAX GROUP AB	Ruotsi	7,07 %
ASSA ABLOY B	Ruotsi	6,51 %
HEXAGON B	Ruotsi	5,96 %
BULTEN AB	Ruotsi	5,66 %
AUTOLIV SDB	Ruotsi	4,98 %
FORTNOX	Ruotsi	4,83 %
BUFAB HOLDING	Ruotsi	4,62 %
FAGERHULT	Ruotsi	4,24 %
NIBE INDUSTRIER B	Ruotsi	4,16 %
NORDIC WATERPROOFING	Ruotsi	4,11 %

SPILTAN AKTIEFOND STABIL

30.9.2017

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Vakaisiin ruotsalaisiin osakkeisiin sijoittava aktiivinen osakerahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	2.12.2002
Tyyppi	Osakerahasto Ruotsi
Rahaston koko (milj. SEK)	1 713
Vertailuindeksi	Six Portfolio Return Index Stockholm
Hallinnointi- ja säilytyspalkkiot	1,50 %
Juoksevat kulut (31.1.2017)	1,52 %
Salkunhoitaja	Erik Brändström

TUOTTO JA VOLATILITEETTI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,69 %	14,60 %	1,53 %	15,53 %
Vuoden alusta	12,94 %	12,09 %	12,50 %	12,13 %
1 v	15,85 %	9,86 %	16,34 %	8,93 %
3 v	65,41 %	11,75 %	44,55 %	13,11 %
5 v	134,70 %	10,69 %	109,67 %	11,76 %
10 v	158,74 %	13,66 %	117,03 %	17,57 %
Aloituspäivästä	520,58 %	12,60 %	492,04 %	16,77 %
Aloituspäivästä p.a.	13,09 %		12,73 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET (30.9.2017)

	Maa	Osuus rahastosta
INVESTOR A	Ruotsi	5,93 %
INDUTRADE	Ruotsi	5,84 %
LUNDBERGFÖRETAGEN B	Ruotsi	5,78 %
TROAX GROUP AB	Ruotsi	5,36 %
ATLAS COPCO A	Ruotsi	4,28 %
NIBE INDUSTRIER B	Ruotsi	4,10 %
ASSA ABLOY B	Ruotsi	4,01 %
AAK	Ruotsi	4,00 %
ICA GRUPPEN	Ruotsi	3,99 %
AUTOLIV	Ruotsi	3,93 %

Huom! Spiltan-rahastojen luvut ovat Ruotsin kruunuissa.

SUNT FÖRNUFT GER BRA PLAN

Jag fick nyligen förmånen att sparra en anrik institution gällande dess placeringar. Jag har gjort det förr, men de senaste åren har jag koncentrerat mig på att sköta fonden Phoebus. Pausen hade gjort mig gott – min inställning till många “branschsaningar” hade kristalliserats.

De flesta institutioner gör nog sina placeringsplaner ganska traditionellt. Man kan på basis av durationen för ränteplaceringar, aktier och fastigheter fastställa en allokering som motsvarar ens placeringshorisont, samt med hjälp av historiska korrelationer skapa en minimivariansportfölj. Om man vill kan man sedan beräkna *Value-at-Risk* och andra relationstal. Men leder det till bra utfall?

De mest framgångsrika institutioner jag har stött på har varit små organisationer med en skattmästare med sunt förnuft som har kunnat göra upp en så tydlig och enkel placeringsplan att även de styrelsemedlemmar som inte är placeringsexperter intuitivt begriper den.

Det viktigaste med en bra placeringsplan tycker jag därför är att frekvent använda det lilla ordet som jag som treåring lär ha hävt ur mig hundra gånger per dag: *varför?*

Svarta svanar, men snälla eller stygga?

Innan vi går in på placeringsplaner bör vi definiera “placering”. I media kallar man ju de flesta på finansmarknaden för placerare, men i verkligheten är nog många *spekulanter*.

Vad är då skillnaden? Spekulanter vill göra pengar snabbt. De är inte så intresserade av att maximera sin förväntade avkastning på lång sikt, utan strävar hellre efter extremt skeva positiva utfall – något som man med branschens jargong skulle kunna kalla för snälla svarta svanar.

Placerare däremot strävar efter att med möjligast stor säkerhet tillgodogöra sig marknadens positiva förväntade avkastning på lång sikt.

Definierat såhär är det klart att behoven är olika. Jag berör enbart placerare i denna artikel. För spekulanter finns det många andra alternativ än finansiella instrument. Ett sådant är Euro Jackpot, där skevheten i utfallen är extrem – med sagolik tur kan man som bäst få 36 miljoner gånger insatsen.

Sådana odds finns knappast på finansmarknaden. Den förväntade avkastningen i Euro Jackpot är dock “ganska” dålig: *minus* 45 % per insats – men jag vet inte om förväntningen i aktiespekulation är så mycket bättre.

För oss placerare är läget ett annat. Vi är nog mera rädda för stygga svarta svanar som biter oss, dvs. negativa överraskningar. Därför diversifierar vi våra portföljer, minimerar våra kostnader och undviker onödiga risker och placeringar som vi inte begriper.

Jag tycker att en bra placeringsplan kan definieras så att man

- 1) har en klar uppfattning om sina mål,
- 2) har realistiska förväntningar
- 3) ser portföljen som en helhet *för att kunna*
- 4) motstå sirenernas sång och
- 5) minimera kostnaderna.

Desto svårare är det faktiskt inte!

Varför placerar vi?

Frågan kan låta underlig – något måste man ju göra med sina pengar – men tål ändå att tänkas på.

Om vi har sålt en lägenhet och ska köpa en ny om ett år är det ingen idé att ta några risker med pengarna, för vi behöver dem snart. Om vår förmögenhet däremot är flera hundra gånger vårt årliga penningbehov är det uppenbart att pengarna kommer att gå i arv i generationer och den reella placeringshorisonten kan vara hundratals år. Detta gäller även många förmögna stiftelser. Då kan vi sannolikt strunta i kortsiktiga svängningar på marknaderna, för den största risken är att vi inte får en bra avkastning på verkligt lång sikt.

Det är alltså viktigt att komma underfund med sina egna mål. Det kan ingen rådgivare göra för en, tyvärr. Vi kan hjälpa till att strukturera tänkandet och se till att förväntningarna är realistiska, men endast placeringen själv kan definiera sina mål.

Man tar vad man får

Vad menar jag då med realistiska förväntningar? Jo, att vi försöker fundera på dels vad olika placeringar rimligtvis kan väntas avkasta på sikt, dels vad de har för risker och framförallt att vi inte överskattar möjligheterna att få mer än vad marknaden erbjuder.

Hur gör man det? Historisk avkastning säger inget om framtida avkastning, men en blick på de senaste hundra åren hjälper oss att fatta den ekonomiska logiken bakom olika tillgångar. Vi tar en snabb titt på dem.

På så lång sikt har korta, riskfria ränteplaceringar gett en avkastning som ungefär motsvarat inflationen, och det bör de ge även framöver. Annars skulle sparandet ju explodera eller försvinna.

Långa obligationer har gett en procentenhet extra, och de bör normalt ge mer än korta räntor, eftersom de har en hög ränterisk. Premien är dock inte större än den ekonomiska tillväxten, annars skulle ingen investera i realekonomin.

Aktier har gett inflationen plus den ekonomiska tillväxten plus dividendavkastningen, och det kommer de nog att ge framöver också.

Så logiken känner vi faktiskt, men parametrarnas värden vet vi ej. Det är en viktig skillnad.

Varför så långt tidsperspektiv? För att aktiemarknaden förutom sin förväntade avkastning också har något som man i statistiken skulle kalla för en *felterm*. Den beror på spekulativa förändringar i värderingarna.

På kort sikt kan den vara enorm. Under finanskrisen 2007-2009 sjönk Helsingforsbörsens portföljindex med -62 %. I USA sjönk börsen som värst med -86 % under den stora depressionen 1929-1932. På lång sikt har feltermen dock nästan ingen betydelse. På 100 år ger en förändring av värderingsnivån (t.ex. p/e-talet) på +/-50 % en differens i årsavkastning på endast +/-0,4 %.

Ekonomichef 1 - Oldenburg 0

Institutionen jag sparrade har en förnuftig ekonomichef som frågade om jag tycker de borde ha ett jämförelseindex? Mitt intuitiva svar var "förstås, hur kan man annars veta om man har fått bra eller dålig avkastning, om man inte jämför den med marknaden?". Men då han förklarade vad han menade bytte jag snabbt åsikt.

Hans logik var att om man har ett konkret jämförelseindex så kommer styrelsen nog att förvänta sig att man skall klara sig bättre än indexet. Ingen vill ju vara "dålig". Och eftersom en rationell placerares mål rimligtvis bör vara att få en så stor del av marknadens avkastning som möjligt efter kostnader - inte att spekulativt försöka klå marknaden - så leder ett detaljerat jämförelseindex lätt till onödig handel, som bara ökar kostnaderna. Han har rätt och jag kunde inte ha uttryckt det bättre själv.

Se skogen för träden

Den vanligaste placeringsfrågan jag får är "vad ska man köpa nu då?". Beklagat, inget svar. Den relevanta frågan skulle lyda "vad borde jag köpa för att komplettera min portfölj enligt mina mål?". Med den kommer vi också vidare även om det inte alltid finns helt entydiga svar på den heller.

Ofta hjälper det om man tänker på rollen som ens placeringar har i portföljen som helhet, alltså istället för att studera dem som fristående.

Vill vi ha långsiktig tillväxt får vi den bäst genom aktier. Vill vi ha stabila kassaströmmar kan långa obligationer ge dem (dock inte med dagens räntor!). Behöver vi säkerhet är valet en bankdeposition eller en penningmarknadsfond. Är vi rädda för inflation kan både aktier, fastigheter och skog skydda oss.

Tänker man såhär uppstår snabbt många nya frågor. Hur ska man t.ex. ställa sig till "högavkastande" skräpobligationer? De uppfyller ju absolut inte kravet att en ränteplacerings ska ge säkerhet i portföljen? Om man nu ska ha sådana tycker jag därför att det är klart att man bör se dem som en alternativ aktierisk (i bolag där aktierna har förvandlats till optioner pga. den överhängande konkursrisken). Vilken roll fyller hedgefon-

der? Varför skulle vi belåna våra fastigheter? Osv.

Självklart blir att objekt som inte har någon "äkta avkastning" inte har någon roll i den långsiktiga portföljen. Guld ses ofta som en placering, men det avkastar ingenting. Om vi lägger en guldtacka i ett bankfack och tar fram den om hundra år är den precis samma guldtacka. Priset har ändrats, men den har inte avkastat någonting. Alltså spekulering, inte placering. Det samma gäller årgångsviner, antika bilar etc.

Att motstå sirenerns sång

Mina kolleger på investmentbolaget Spiltan i Sverige brukar påminna om att alla rådgivare i finansbranschen egentligen är säljare. Det stämmer. Ofta känns det som om gräset skulle vara lite grönare där det erbjuds nya produkter. Så vi köper lite ditt och lite datt och har till slut en tämligen obegriplig helhet.

Har man en klar placeringsplan och realistiska förväntningar undviker man detta problem. Nya produkter konstrueras ju av bankirerna främst för att placera - ursäktat, menade spekulanterna - är missnöjda med sina tidigare produkter, t.ex. efter en börskrasch. Så kan man kanske också baka in höga avgifter i mindre transparenta, exotiska produkter.

Ett par enkla frågor till alla säljare: 1) vilken roll bidrar produkten med i min totala portfölj och 2) hur mycket har säljaren själv placerat i produkten?

Nummer två ovan leder kanske till frågan: "Hur placerar du själv då?" Jag gör det enkelt för mig. Jag vill alltid ha en betydande riskfri reserv. Dess roll är inte att ge avkastning, utan trygghet och likviditet, så de medlen ligger på bankkontot eller i vår penningmarknadsfond - trots att avkastningen just nu är negativ eller i bästa fall noll.

Noterade aktier äger jag bara genom fonden Phoebus, som jag förvaltar, och större andelar i ett par noterade rörelsedrivande bolag, som jag också ser som aktieplaceringar i min totalportfölj - även om jag inte vet deras värde varje dag. Därtill har jag lite skog som hobby. Jag kunde vara bättre diversifierad, men det beror på att mina direktägda bolag har klarat sig bra och vuxit sig stora. Bostad och stuga betraktar jag inte som placeringar - man ska ju bo någonstans. (Eventuellt kan man se obelånade fastigheter som en katastrofreserv, de går att belåna vid behov.) Jag behöver inget desto mer exotiskt.

Institutionen jag sparrade har klarat sig mycket bra. Dess förmögenhet består i huvudsak av direktägda nordiska aktier - ingen orsak att betala förvaltningsarvoden åt sådana som oss om man vet vad man gör och har ett perspektiv på hundra år. Det finns inte heller någon orsak att köpa något exotiskt - eller någonting överhuvudtaget - bara för att säljarna ringer. Enkelt är effektivt.



Anders Oldenburg, CFA
anders.oldenburg@seligson.fi

TUOTON RAKENNUSPALIKAT



Eikös teidän pitänyt tehdä läksyjä?

Me tehdään - taloustietoon sijoituksista!

Tässä meillä on asunto ja siinä vuokralaisia.

Mutta toi miettii, mitä tehdä vuotavalle katolle...

Joo, harmillinen kuluera, pienentää tuottoa.

Sijoitusmetsää!

Kasvaa hitaasti, mutta varmasti.

Kun ei vaan tulis myrskyjä tai tuholaisia...

Mitäs täällä? Kauppa, lentokenttä, mobiiliverkko, jätehuolto...

Ja meillä on hyvin hajautettu indeksirahasto...

...eli ollaan mukana ihan kaikessa!

SELIGSON & CO

Seligson & Co perustettiin 1997 tuottamaan kustannustehokkaita nykyaikaisia sijoituspalveluja pitkäjänteisille sijoittajille. Palvelemme sekä instituutioita että yksityissijoittajia Suomessa ja Ruotsissa.

Lähtökohtanamme on aidosti asiakkaan etu: tuotteita ja palveluja, joita on helppo ymmärtää ja joiden avulla asiakkaan saama pitkän aikavälin tuotto on mahdollisimman hyvä.

Pyrimme minimoimaan sijoitusten tuottoa rasittavia kustannuksia. Keskitymme pelkästään varainhoitoon ja olemme täysin riippumattomia esimerkiksi arvopaperivälittäjistä.

PALVELUMME

Rahastomme voidaan jakaa passiivisiin indeksi- ja korirahastoihin sekä aktiivisiin rahastoihin sen mukaan mikä on salkunhoitajan rooli sijoitusten valinnassa.

Passiiviset rahastot ovat edullisin tapa muodostaa hyvin hajautettu perussalkku.

Aktiivisesti hoidetut rahastomme sekä yhteistyökumppaniemme tuotteet täydentävät riski-, toimiala- ja maantieteellistä hajautusta.

Varainhoito auttaa asiakkaitamme saavuttamaan tavoitteensa kustannustehokkaasti ja hallitulla riskillä.

Varainhoitorahasto Pharos on yksinkertainen ratkaisu niille, jotka haluavat vaivattomasti hajauttaa sijoituksensa kansainvälisille osake- ja korkomarkkinoille.

Täyden valtakirjan varainhoito ja sijoitusneuvonta vastaavat yksilöllisen räätälöinnin tarpeisiin.

YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

Monimutkaiset instrumentit ja vilkas kaupankäynti arvopapereilla ovat tuottoisia välittäjille, mutta harvoin sijoittajille.

Kun kaikki varainhoidossa käytetyt työkalut sopivat toisiinsa ja ovat riittävän yksinkertaisia, voidaan keskittyä oleelliseen.

Yksinkertainen on tehokasta, kustannuksilla on merkitystä!



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

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

www.seligson.fi