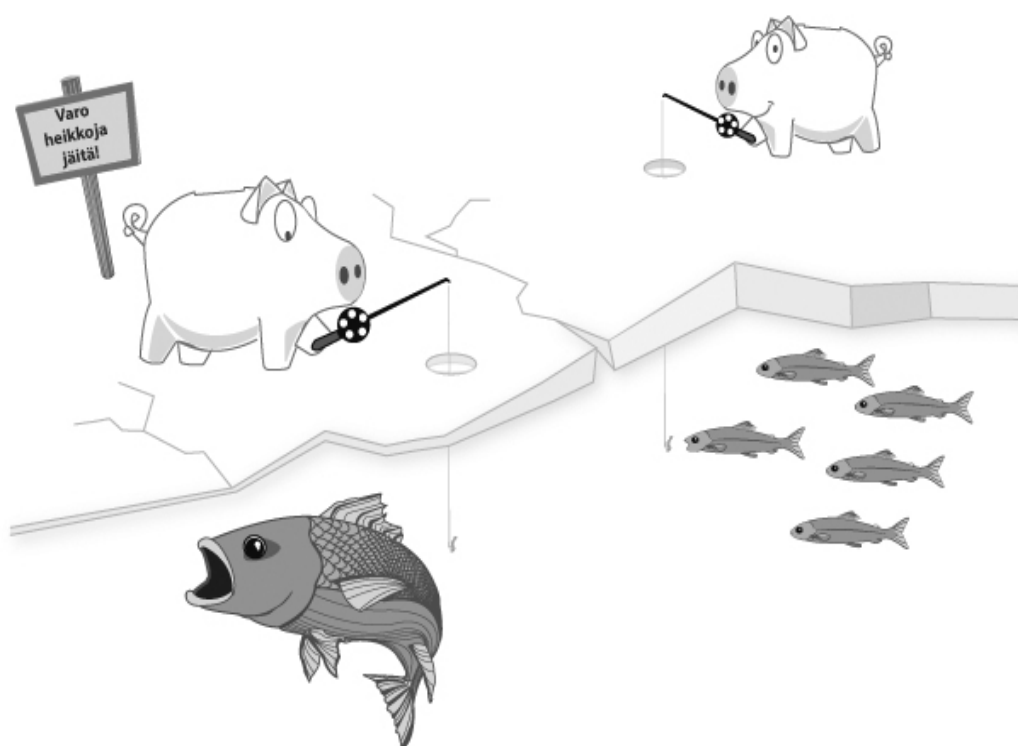


SELIGSON & CO RAHASTOT NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 1 / 2006



SELIGSON
& CO

Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLLYS

UUTISIA SELIGSON & CO:LTA	3
MITEN SIOITTAJA VAROO KEVÄTJÄITÄ?.....	3
ULJAS UUSI MAAILMA.....	4
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ.....	9
ERIKOINEN TAPAUS.....	17
SEISO TUMPUT SUORINA!.....	27
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos	6
Phoebus	10
Phoenix	14
APS Far East	16
Russian Prosperity.....	18
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkina	21
Euro Obligaatio	22
Euro Corporate Bond	22
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
Suomi –indeksirahasto.....	23
OMXH25 –indeksiosuusrahasto.....	23
Eurooppa 50 –indeksirahasto.....	24
Japani -indeksirahasto.....	24
Global Top 25 Brands	26
Global Top 25 Pharmaceuticals	26

Tätä rahastokatsausta julkaistaan neljännesvuosittain.

Lisäksi rahastoista julkaistaan:

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

Suosittellemme perehtymistä rahastoesitteisiin ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Julkaisumme ovat saatavissa Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj:stä:

- kotisivuiltamme: www.seligson.fi (1&2)
- puhelimitse: (09) 6817 8200
- sähköpostilla: info@seligson.fi

sekä Vakuutusyhtiö Tapiolan konttoreiden kautta.

RAPPORTERING PÅ SVENSKA

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

Utskrifter kan erhållas per post på begäran, ring vänligen vår kundservice (tel. 09 – 6817 8200) eller skicka e-post (info@seligson.fi). Portföljförvaltarna eller kundservice kan kontaktas för ytterligare svenskspråkig information.

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

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



SAMULI SEPPÄVUORI INDEKSISALKUNHOITAJAKSI

Samuli Seppävuori aloitti Jani Holmbergin työparina Seligson & Co –indeksirahastojen salkunhoitajana helmikuun alussa.

Samuli valmistui Svenska handelshögskolanista vuonna 2004, pääaineena rahoitus. Työkokemusta on kuitenkin karttunut vuodesta 1999 lähtien, mm. rahastoyhtiön backoffice –päällikön sekä kehitys- ja hallintopäällikön tehtävissä. Koke-
musta alan eri osa-alueista siis riittää.

Työpäivän jälkeen Samuli rentoutuu ruoanlaiton parissa. Muita harrastuksia ovat mm. golf, salibandy sekä uusimpana uinti. Samuli katsoo, että pinnalla pysyminen on salkunhoitajalle tärkeää, vaikka kurssit aina silloin tällöin sukeltavatkin.

SATU MIKKONEN VASTAAMAAN BACK-OFFICESTA JA ASIAKASPALVELUSTA

Seligson & Co Rahastoyhtiön niin sanotuista back-office –toiminnoista sekä asiakaspalvelusta siirtyi huhtikuun alussa vastaamaan **Satu Mikkonen**.

Satu on koulutukseltaan tradenomi ja on työskennellyt Seligson & Co:n back-office –tehtävissä vuodesta 2003 alkaen. Kokemusta vastaavista tehtävistä on toki karttunut jo sitä ennenkin.

Vapaa-aika entisellä liikunnanohjaajalla kuluu edelleen liikkussa sekä lasten ja kirjallisuuden parissa.

Back-officea ja asiakaspalvelua aiemmin vetänyt **Johanna Oksanen** on siirtynyt Seligson & Co ACM Varainhoidon palvelukseen, jossa hän vastaa mm. säilytysyhteisötoiminnoista.



MITEN SIOITTAJA VAROO HEIKKOJA KEVÄTJÄITÄ?

Useimmat tämän kertaisista artikkeleistamme sivuavat tavalla tai toisella sitä, että osakemarkkinoilla on jo kolme vuotta nähty lähes pelkästään nousulukuja ja korkopuolellakin ovat riskipreemiot edelleen erittäin alhaisia. Miten sijoittajan tulisi reagoida?

Vastaus ei ole itsestään selvä. Vaikka uskoisimmekin, että markkinat joskus syöllistyvät sekä yli- että alihinnoitteluun, ei ainakaan historian perusteella ole minkäänlaisia merkkejä siitä, että sijoittajien enemmistö osaisi ajoittaa markkinoiden käännekohtia oikein. Itse asiassa se on jo ajatuksenakin melkein mahdoton: jokaisessa kaupassa kun on sekä ostaja että myyjä.

Seuraavalla sivulla alkavassa makrokatsauksessaan *Jarkko Niemi* käy läpi niitä selitysmalleja, joita tämänhetkiselle markkinoiden ”arvostusmysteerille” on tarjottu. Se kannattaa lukea. Mutta johtopäätökset pitää tehdä itse, oman salkun ja oman riskiprofiilin näkökulmasta. Koska kukaan ei tiedä markkinoiden liikkeitä luotettavasti ennen muita, ei myöskään ole neuvoja, jotka sellaisenaan sopisivat kaikille. Ja jälleen kerran: jos osaisimme neuvoa kaikille ”myy nyt”, niin keitä olisivatkaan ostajat? Tavallaan saman asian sanoo myös yksi Jarkon suosikkisitaateista, kansantaloustieteen suuren toisinajattelijan *John Kenneth Galbraithin* väläys: ”*In economics, the majority is always wrong*”.

Joitakin suuntaviivoja voi kuitenkin antaa. Pitkäjänteisen säästäjän, joka on esimerkiksi kuukausittaisen sijoitussuunnitelman kautta vankasti ”ostolaidalla” vielä pitkään, ei todennäköisesti kannata tehdä yhtään mitään muuta kuin jatkaa suunnitelman mukaan. Kun/jos lasku tulee, saadaan salkkuun sisältöä taas entistä edullisemmin. Ja nousukin tulee sitten taas aikanaan. Hötkyilemällä ajoittaisi todennäköisesti väärin ja aiheuttaisi joka tapauksessa ylimääräisiä transaktio- ja verokustannuksia.

Jos sen sijaan alkaa lähestyä aika, jolloin pitkään säästettyä varallisuutta on tarkoitus ottaa kulutus- tai muuhun käyttöön, voi olla hyvä alkaa miettiä rauhallista suunnitelmaa varojen ainakin osittaiseksi siirtämiseksi korkean riskin sijoituksista esimerkiksi rahamarkkinarahastoon. Kannattaa kuitenkin sitä ennen lukea *Petri Rutasen* kevätkolumni sivulta 27.

Osakemarkkinat tarjoavat todennäköisesti edelleen parhaan pitkän tähtäimen tuottopotentialin, mutta ne voivat myös laskea rajusti, vaikka jo heti huomenna. Taaksepäin katsellessa monia harmittaa, että eivät osanneet ajoissa sijoittaa suurinta osaa varallisuudestaan juuri niihin parhaiten nousseisiin markkinoihin ja napata isointa mahdollista tuottovonkaletta. Eteenpäin on kuitenkin aina viisasta mennä hyvin hajautetulla salkulla, jossa allokaatio on mietitty omien tavoitteiden ja riskinottohalun mukaan oikein. Jos oikean allokaation pohtiminen tuntuu hankalalta yksin, niin esimerkiksi allekirjoittaneeseen voi hyvin ottaa yhteyttä. Mietitään sitten yhdessä.

Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi
puh. 09 – 6817 2817



UUSI ULJAS MAAILMA?

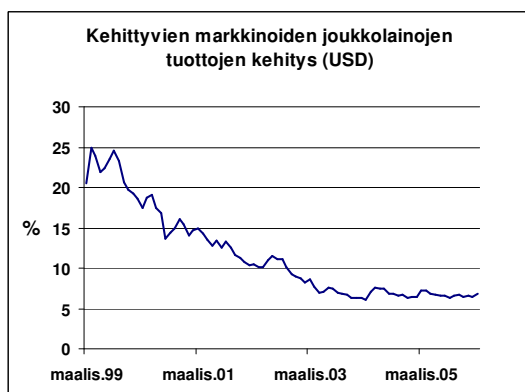
Makrotaloudellista pohdintaa pitkäjänteisen sijoittajan näkökulmasta: maailman taloudellinen tila korkomarkkinoiden nykytilan kautta.

Perinteisen talusteorian mukaan alhaiset ja laskevat joukkolainakorot ovat selitettävissä inflaatiiovauhdin tai talouskasvun hidastumisella. Vastaavasti yrityslainojen korkoeron, riskipreemion, kaventuminen valtion lainoihin verrattuna liittyy odotuksiin yritysten parantuvasta tuloskehityksestä. Tämän pitäisi ainakin pidemmällä aikajänteellä merkitä kansantalouden yleisen kasvun voimistumista. Nousevat osakemarkkinat ja alhaiset yrityslainapreemiot heijastelevat siis standardikäsitteen mukaisesti samaa asiaa.

Keskuspankkipankkiirit uskovat talouskasvun, inflaation ja hallinnollisten korkojen väliseen kolmiyhteyteen ja käyttävät niiden säätämiseen työkaluja, joista tunnetuin lienee ns. *Taylorin sääntö**. Korkotason ja talouskasvun välistä liittoa on pidetty pyhänä – ekonomisteilla on tapana haarukoida korkotason ja kansantuotteen kasvun suhdetta. Pitkien korkojen taso on USA:ssa edellisen kahdenkymmenen vuoden ajan ollut keskimäärin 1,4% yli kansantuotteen kasvun.

Viime vuosina nämä lainalaisuudet eivät kuitenkaan ole pitäneet. Vuoden 2004 jälkeen USA:n kansantuotteen kasvu on selvästi ylittänyt pitkien korkojen tuoton muistuttaen tilannetta 50- ja 60-luvuilla. Maailman pääomaliikkeiden vapautuminen pitää huolen siitä, että ainakin kehittyneiden talouksien korkotasot ovat valuuttasidoksella toisissaan kiinni.

Samalla kun teollisuusmaiden korkotaso on pysynyt selvästi keskiarvojen alapuolella, osakemarkkinat ovat jatkaneet nousuaan ja yrityslainapreemiot sekä entisten rahoituskriisimaiden maariskipreemiot ovat kutistuneet historiallisen kapeiksi. Asuntojen ja raaka-aineiden hintojen nousu on vauhdikasta, mutta inflaatiota ei vielä näy missään. USA:n velkataakka hipoo pilviä ja kuluttajien luottamus on ennätysvahva, dollarin euronoteeraus pysyttelee itsepäisesti 1,20:n kieppeillä. Yhtälö ei mene umpeen vanhoilla talousopeilla – tai sitten kohta alkaa tapahtua?



Kehittyvien markkinoiden valtioiden dollarimääräisten joukkolainojen tuottojen kehitys. Riskipreemiot ovat ennätysalhaiset!

Viime kuukausina parantuneet talousluvut ovat lisänneet keskuspankkien haluja hallinnollisten korkojen nostoihin. Pitkien korkojen reagointi on kuitenkin jäänyt vielä vähäiseksi tuottokäyrien lähinnä tasaantuessa rahamarkkinakorkojen seurattessa keskuspankkikorkoja. Kiinteistöbuumi näyttää jatkuvan eikä osakemarkkinoillakaan yski pahemmin.

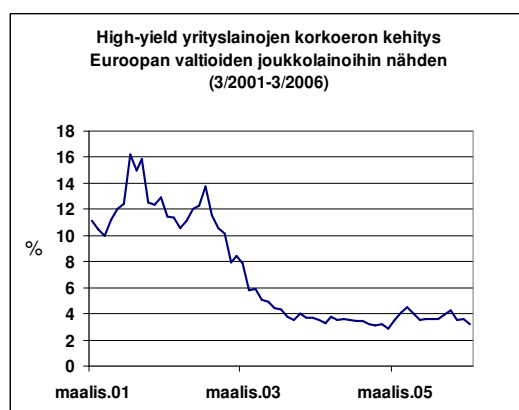
Laskeva tuottokäyrä laman merkki

USA:ssa korkojen aikarakenne on menneen puolen vuoden aikana ennustanut lamaa useita kertoja. Laskeva tuottokäyrä (rahamarkkinakorot ovat joukkolainakorkoja korkeammalla) on vuodesta 1980 lähtien aina ennakoanut tulevan matalasuhdanteen oikein. Myös vuosien -60, -69 ja -73 lamoja edelsi nurinkurinen tuottokäyrä (sen sijaan tuottokäyrä ”erehtyi” vuonna 1967). Tällä kertaa voi hyvinkin käydä toisin. Tilastot ovat kuitenkin tältä osin lamaskenaarion puolella.

Raaka-aineiden, asuntojen ja monien kehittyvien maiden osakemarkkinoiden nousun jatkuminen hallinnollisten korkojen nostoista huolimatta heijastavat toisen koulukunnan mukaan jatkuva ”ylenpalttista likviditeettiä”. Kansainvälisten pääomavirtojen esteetön kulku on kenties johtanut siihen, että esimerkiksi USA:n keskuspankin 14 perättäistä koronnostoa eivät ole vaikuttaneet halutulla tavalla, koska muiden talousalueiden löysä rahapolitiikka on estänyt tai hidastanut normaalien mekanismien toimintaa.

Seuraavassa esitellään lyhyesti muutama ilmiölle mahdollinen selitys. Näistä erityisesti varallisuusvaikutuksen ja useimpia sijoituskohteita vaivaavan alhaisen riskipreemion yhdistelmä voi olla sijoittajan tulevien pitkäaikaisten tuottojen kannalta melko dramaattinen vaihtoehto.

Varsinainen jännitys liittyy kuitenkin siihen miten tilanne ekonomistien laskuharjoitusten ulkopuolisessa, oikeassa maailmassa purkautuu: lähteekö inflaatio vauhtiin, nousevatko korot, laskevatko osakkeet, romahtavatko kiinteistöjen arvot, murtuuko dollari ja vahvistuuko yuan vai hidastuuko talouskasvu. Koska tilanteen syntyhistoriakaan ei vielä ole selvillä, olisi tavallistakin rohkeampaa arvuutella tarinan loppua, mutta taloushistoriaan ratkaisu tulee jäämään.



Alle BBB luokiteltujen yrityslainojen kutsutaan high-yield -lainoiksi, mutta myös roskalainoiksi. Kuvassa näkyy näiden lainojen riskilisen kaventuminen viimeisen viiden vuoden aikana.

Likviditeettivaikutus ja miten se syntyy

Uusien Kaukoidän supertalouksien säästämisaste on huikea. Vuoden 1997 talouskriisistä kärsineet alijäämätaloudet muuttuivat ylijäämäisiksi jo ennen vuosituhannen vaihtumista ja kehitys on edelleen vain vahvistunut. Toisaalta läntiset teollisuusmaat tai paremminkin jälkiteolliset maat elivät vuosituhannen vaihteen high-tech krapulassaan alhaisten investointien kautta. Keskuspankkien elvyttävä rahapolitiikka, ensin USA:ssa ja myöhemmin erityisesti Japanissa ja Euroopassa, on korostanut ilmiötä. Öljyn hinnan nousu on luonut suuria ylijäämiä, jotka on vain vähäisessä määrin investoitu tuottajamaiden omiin talouksiin. Näin USA:n valtavaa velkataakkaa on saatu rahoitettua ilman pitkien korkojen nousua ja asuntojen hintojen nousun vahvistama kulutusjuhla on voinut jatkua.

Varallisuusvaikutus**

Yksityisen sektorin varallisuusvaikutus perustuu tässä syklissä ennen kaikkea asuntojen hintojen nousuun, mistä saadaan kiittää erittäin alhaisia korkoja enemmän kuin hyvää talouskasvua. Suurimmillaan vaikutus on ollut anglo-amerikkalaisissa kansantalouksissa, missä kuluttajat ovat tottuneet lainaamaan kulutukseen muuta varallisuutta vastaan. Osakemarkkinoiden nousuputki ja pitkien korkojen lasku ovat lisänneet arvopaperi- ja rahastosijoittajien varallisuusvaikutusta. Mutta varallisuusvaikutus toimii molempiin suuntiin ja kiinteän omaisuuden ja arvopaperien arvostusten lasku voi johtaa kulutuskysynnän repсахdukseen, josta ei enää ole pitkä matka negatiiviseen kierteseen.

Alhaisempi tuotto-vaatimus selittää kaiken (melkein)

Ehkä sijoittajat ovat ”paremman puutteessa” joutuneet pitämään sijoituksiaan matalaa reaalituottoa tarjoavissa joukkolainoissa? Ja jos sijoittajat ovat samasta syystä tyytyneet ennätysalhaisiin yritysainapreemioihin ilman muutoksia yritysten konkurssitodennäköisyyksissä, niin miten tämä liittyy osakemarkkinoihin?

Ajatellaanpa esimerkkinä Suomen osakemarkkinoita, joiden P/E luku on n. 20 (Bloomberg). Kun luku pyörytetään toisinpäin, saadaan sijoittajan implisiittiseksi tuotoksi tasan 5%***. Ei siis kovin kummallinen tuotto-odotus. Tehdään vielä toinen oletus: yritykset jakavat voitoistaan puolet (2,5%) osinkoina. Tällöin yritysten tuloskasvua vauhdittamaan jää toiset 2,5%. Jos vielä lopuksi uskomme, että yritysten ja kansantuotteen kasvuvauhti ovat riittävän pitkällä sihdillä samat, niin päädyimme siihen, että osakemarkkinat olettavat talouden kasvavan 2,5% vuosivauhtia.

Myös kiinteistöjen korkeat hinnat (tai alhaiset tuottoarvot) selittyisivät alhaisemman tuottovaatimuksen perusteella. Jos kiinteistöä ajatellaan inflaatio-suojattuna korkosijoituksena, missä markkina-arvon muutos heijastaa inflaatio-suojaa ja

vuokra juoksevaa reaalituottoa, voidaan kiinteistön hinta saada yksinkertaisesti kaavasta $hinta = 1 / reaalituotto\%$ (vrt. osakkeiden reaalituotto on osinkomallista saatava ns. käänteinen p/e – luku E/P). Malli osoittaa, että hintariski kasvaa kun korot ovat alhaalla (samansuuruisen korkomuutoksen vaikutus hintaan on sitä suurempi mitä alhaisemmalla korkotasolla muutos tapahtuu).



Suomalaisten vuokra-asuntojen vuokratuotot ovat laskeneet suhteessa maksettuihin neliohintoihin melko tasaaisesti yli kymmenen vuotta. Onko pääoman tuottovaatimus laskenut vai onko kaikki tilapäisesti alhaisen korkokannan vaikutusta?

Elämmekö aikaa jolloin riskin ja tuoton välinen ”luonnollinen” suhde on ainakin tilapäisesti nostettu uudelle tasolle ja sijoittajat joutuvat totuttautumaan aikaisempaa alhaisempaan riskipreemioon? Vai onko kyseessä vain ohimenevä periodi, ennen kuin sijoitusmarkkinoita hallitseva keskiarvohakuisuuden laki palauttaa asiat ennalleen? Vastaus jää nähtäväksi, mutta €-korkosijoittaja joutuu elämään alhaisten reaalituottojen kanssa ainakin pitkälle vuotta 2006.

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

* Taylorin sääntö esim.

www.investopedia.com/terms/t/taylorrule.asp

** Termi, jolla tarkoitetaan arvopaperisijoitusten ja esim. asuntojen hintojen vaikutusta ihmisten kulutuskäyttäytymiseen. Varallisuuden nousu lisää ihmisten kulutushalukkuutta ja -kykyä. Varallisuusvaikutus siis pidentää ja kiihdyttää noususuhdannetta.

*** Tämän E/P luvun käyttö sisältää korkomiehelle mieluisen paralleelin kuponkikorkojen tuotoista lainan arvoa laskettaessa, sillä luku olettaa että yhtiön uusien investointien (= kasvun) tuotto on samalla tasolla kuin yhtiön aikaisempi tulosvauhti.

PHAROS
31.3.2006

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille.

Pharos ja vertailuindeksit



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	4,7
Vertailuindeksi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50%) Osakkeet / maailma: MSCI AC World (35%) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 (15%)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,7 % + enintään 0,84 % p.a.*
Tuottosidonnainen palkkio	ei / osassa kohderahastoja
Merkintäpalkkio	1 %
Lunastuspalkkio	0% (0,5%, jos sijoitusaika alle 6kk)**
Salkunhoitaja	Petri Rutanen & Seligson & Co varainhoitotimi

* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot

** Lunastuspalkkio rahastoon

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,98 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,0 % / mahd. osassa kohderahastoja
Kaupankäyntikulut	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Kokonaiskulut (TKA)	ei tiedossa, koska kohderahastoina myös muita kuin Seligson & Co -rahastoja
Salkun kiertonopeus	97,82 % *
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,75 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2006)	3,51 %

* Pharoksen kohdalla kiertonopeusluku ei sisällä allaolevien rahastojen lukuja eikä määräajoin uusittavia sijoitustodistuksia.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,3 %	3,5 %	1,6 %	3,8 %
1 v	12,9 %	4,2 %	14,3 %	4,0 %
3 v	33,4 %	5,5 %	34,9 %	4,6 %
5 v	17,6 %	7,1 %	20,0 %	6,6 %
Aloituspäivästä	19,3 %	6,9 %	21,6 %	7,4 %
Aloituspäivästä p.a.	2,8 %		3,1 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET	Osuus rahastosta	Allokaatio
S&Co Eurooppa 50 -indeksirahasto	14,5 %	Osakesijoitukset yhteensä 49,4 %
S&Co Global Top 25 Brands	9,7 %	
S&P 500 -indeksiosuus	5,3 %	
S&P 400 -indeksirahasto	4,0 %	Korkosijoitukset yhteensä 50,6 % (duraatio 1 v)
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	3,6 %	
S&Co APS Far East	3,6 %	
S&Co Japani -indeksirahasto	3,2 %	
Nasdaq 100 -indeksiosuus	2,9 %	
S&Co Suomi -indeksirahasto	1,7 %	
S&Co Russian Prosperity	0,9 %	
Pitkät korkosijoitukset (Seligson & Co Euro-obligaatioindeksirahasto 3,2%, valtion obligaatit 4,7 %)	7,9 %	
Lyhyet korkosijoitukset (Seligson & Co Rahamarkkinarahasto AAA 8,6%, sijoitustodistukset 34,1%)	42,7 %	

SALKUNHOITAJALTA

Jo yli kolme vuotta kestänyt osakekurssien nousu jatkui alkuvuonna 2006. Kovimmasta noususta ensimmäisen vuosineljänneksen aikana vastasivat taas kerran Venäjän markkinat. Sijoituksemme Russian Prosperity Fund Euro –rahastoon nousi peräti 30%. Suomi -indeksirahasto oli 20% tuotollaan toinen poikkeuksellisen vahva nousija.

Pitkät korot jatkoivat nousuaan. Varovaisuutemme pitkien korkojen suhteen on kannattanut, sillä korkojen nousun takia pitkien korkojen eli obligaatioinvestointien arvo on laskenut vuoden alusta peräti 2% samaan aikaan kun rahamarkkinat ovat tuottaneet puolen prosentin verran. Riskittömät rahamarkkinasijoitukset, joissa korkosijoituksistamme on peräti 85%, ovat jo vuositason tuottaneet paremmin kuin obligaatioinvestoinnit.

Rahaston arvoneuvottelu vertailuindeksiin nähden oli alkuvuonna hyvä +2,3% (vertailuindeksi +1,4%). Suurimman osan tästä erosta selittää rahaston maltillinen korkoriski. Riskitaso, mitattuna rahaston arvon heilahteluna eli volatiliiteettina, on puolestaan pysynyt vertailuindeksiä alhaisempana.

Näkemykset ja tasapaino

Väliotsikko kuulostaa Jane Austenin romaanin nimeltä, mutta kysymys on kuitenkin edelleen varainhoidosta. Hyvin hajautetun arvopaperisalkun tuotosta jopa 90% määräytyy sen perusteella, miten varat allokoitetaan eli jaetaan korko- ja osakemarkkinoiden kesken. Salkun lähiaikojen riskitason ja tulevan tuoton kannalta oleellisin muutos vuodenvaihteeseen nähden on, että alensimme osakesijoitusten osuutta 58%:sta n. 50%:iin.

Olemme tämän tärkeimmän allokointivaihtamisen suhteen nyt sijoitussuunnitelmamme mukaisessa tasapainossa. Jos vahvaa näkemystä osakemarkkinoiden lähivuosien suunnasta ei ole, pitää sen myös näkyä salkun koostumuksessa. Tiedämme varmuudella ainoastaan, että mitä enemmän osakkeiden hinnat nousevat, sitä suuremmaksi riskit kasvavat. Ja maailman osakemarkkinathan ovat kolmessa vuodessa nousseet lähes 70%.

Meillä on jo muutaman vuoden ajan ollut vähemmän sijoituksia USA:ssa kuin mitä sijoitussuunnitelmamme (vertailuindeksimme) edellyttäisi. USA:n markkinat ovatkin pärjänneet monia muita markkinoita heikommin, joten alipainomme vain lisääntyi.

Nyt olemme kuitenkin tietoisesti kasvattaneet USA:n osuutta. Kun vielä vuodenvaihteessa osakesijoituksistamme vain noin 30% oli USA:ssa, on meillä nyt sijoitussuunnitelmamme mukainen normaalipaino eli n. 40%.

Emme lisänneet USA:n osakemarkkinoiden osuutta salkussamme siksi, että osakkeet olisivat siellä nyt erityisen edullisia. Eurooppalaiset ja japanilaiset osakkeet ovat kuitenkin viime vuosina nousseet huomattavasti amerikkalaisia enemmän ja hintaero näiden markkinoiden välillä ei enää ole riittävä kovin vahvalle näkemykselle. Ja kun näkemystä ei ole, on parempi palata tasapainoon.

Suoritimme tämän tasapainottamisen lähinnä vähentämällä kolmessa vuodessa huimat 145% nousseen Suomi –indeksirahaston osuutta 9%:sta 3%:iin osakesijoituksistamme. Näillä varoilla lisättiin salkussa lähinnä USA:n ja Aasian (APS Far East -rahasto) osuutta.

Olemme edelleen vähentäneet pitkien korkosijoitusten osuutta. Korkosijoitustemme riskiä mittaava duraatio on nyt sääntöjemme alimmalla sallitulla tasolla eli yhdessä vuodessa. Emme juurikaan kärsi, jos korot jatkavat nousuaan, emmekä menetä vuositason tuoton (korkeero pitkissä ja lyhyissä korkosijoituksissa), jos korot pysyvät ennallaan.

Aasiassa aktiivisesti

USA:ssa, Euroopassa ja Japanissa sijoituksemme painottuvat kustannuksiltaan alhaisiin indeksirahastoihin, koska uskomme, että niiden markkinat toimivat tehokkaasti ja tiedämme, että valtaosa kalliimmista aktiivisista rahastoista eivät tuo sijoittajalle lisäarvoa. Aasian markkinoilla sen sijaan voinee ainakin vielä toistaiseksi hyvällä paikallistuntumuksella ja valtavirrasta poikkeavalla, horjumattomalla sijoitusfilosofialla tarjota vastinetta sijoittajien maksamille korkeammille kustannuksille. Sielläkin markkinat tehostuvat koko ajan eli sijoittajien, osakevälittäjien ja analyytikoiden sekä rahan määrä kasvaa, tiedonkulku nopeutuu ja osakkeiden hinnanmuodostus tehostuu.

Kiinan osakemarkkinat ovat olleet monelle sijoittajalle pettymys. Huima talouskasvu ja valtavat markkinat ovat houkutelleet suuret määrät ulkomaista rahaa kiinalaisiin osakkeisiin. Niitä harvoja yhtiöitä, joihin ulkomaiset saavat rajoituksetta sijoittaa, pidetään monilla mittareilla yliarvotettuina. Sen sijaan Kiinan kasvusta hyötyviä kohtuullisemmin hinnoiteltuja yhtiöitä löytyy Hong Kongin, Taiwanin, Thaimaan, Korean ja Singaporen pörseistä. Ne ovat kaikki markkinoita, joihin APS Far East –rahasto sijoittaa.

Sain helmikuussa kunnian olla isäntänä, kun APS Asset Managementin sijoitusasiantuntijoita vieraili Suomessa. Kuulin heidän analyysinsä APS Far East -salkussa olevista yrityksistä saman päivän aikana kolme kertaa, kolmella eri tavalla. Jokaisesta versiosta kävi ilmi heidän syvälinen perehtymisensä yrityksiin ja toimialoihin, joihin he sijoittavat. Ainakin minä vakuutuin siitä, että Aasian markkinoilla on edelleen järkevää luottaa paikalliseen asiantuntemukseen. (APS:n sijoitusfilosofiaan voi tarkemmin perehtyä rahastojemme vuosikatsauksesta, s. 20. Vuosikatsaus löytyy www.seligson.fi => "Esitteet ja katsaukset" => katsaus 4 / 2005.)

Kuten APS Far Eastin korkea tracking error -luku kertoo, rahaston kurssikehitys poikkeaa merkittävästi alueen keskimääräisestä eli vertailuindeksin tuotosta. APS ei pyri ennustamaan maailman tai edes Aasian talouksien kehitystä tai esim. öljynhinnan muutoksia, vaan luottaa omaan alkuperäiseen "bottom up" eli mikrotason yhtiöanalyysiin. Ulkomaisten suursijoittajien liikkeet saattavat heilutella Aasian markkinoiden paikallisia osakeindeksejä, mutta ne eivät vaikuta APS:n sijoituspäätöksiin.

APS:n mukaan aasialaisten yritysten kilpailukyvyyn ydin on edelleen valmistavassa teollisuudessa. APS Far East -rahaston salkussa olevat tuntemattomilta kuulostavat yhtiöt kuten Hon Hai Precision, Catcher Technology, Kingmaker Footwear, jne. valmistavat mm. Motorolan suosittujen Razor matkapuhelimien "coolit" magneesiumkuoret (ja valtaosan sisuksista), 70% maailman litteänäyttötelevisioista ja vaikkapa laadukkaita Timberland- ja Clarks -kenkiä.

Maksamme rahaston hallinnointipalkkiona 1,2% vuodessa. Sen lisäksi maksamme tuottosidonnaisen palkkion, mikäli salkunhoitaja onnistuu vertailuindeksiään paremmin. Jos maksamme indeksirahastoa korkeampia palkkioita, haluamme jotain muuta kuin löyhästi indeksiä seuraavan rahaston. Vaikka APS Far East vuonna 2005 hävisi roimasti (8%) vertailuindeksilleen, pysyivät he ulkoisista paineista huolimatta tiukasti omassa sijoitusfilosofiassaan.

Pharos sijoittaa APS Far Eastiin, koska uskon, että aika näyttää heidän olevan oikeassa.

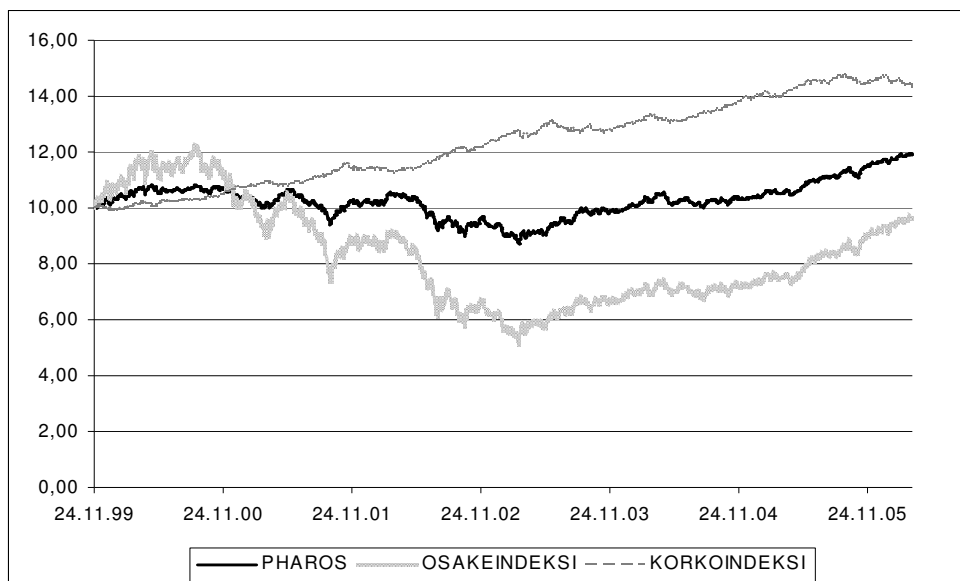
APS Far East -rahaston vuodesta 1999 saakka kertynyt 8,9%:n vuotuinen tuotto (vertailuindeksi MSCI Kaukoitä pl. Japani 1,2%) kertoo heidän tinkimättömästä ammattitaidostaan. Myös Sijoitustutkimuksen Rahastoraportissa (maaliskuu 2006) APS Far East on vertailuryhmänsä (Aasiaan sijoittavat rahastot, pois lukien Japani) paras 5 vuoden tuotolla mitattuna.

Tähänkin tilastotietoon pätee toki sama kritiikki kuin menneiden tuottojen perusteella tehtäviin vertailuihin aina. Muutaman vuoden vertailujakso on osakerahastolle erittäin lyhyt eikä koskaan pidä valita aktiivisesti hoidettua rahastoa pelkästään historiallisten tunnuslukujen perusteella, vaan pitää aina pyrkiä selvittämään ja itse ymmärtämään ne syyt, millä muita parempi tuotto on saavutettu. APS on mielestäni helppo valita myös näillä kriteereillä.

Hyödynnä osakemarkkinoiden mahdollisuuksia alhaisemmalla riskillä!

Otsikon kehoitus on yleisin myyntiargumentti yhdistelmärahastoille. Ja kerrankin sijoitusalan myyntiargumentti, joka todella pitää paikkansa!

Tällä mukavuudella on tietenkin hintansa. Sijoittaja on jäänyt jälkeen osakemarkkinoiden pitkän aikavälin (vähintään 10 vuotta) tarjoamasta paremmasta tuotosta, mutta lyhyemmällä aikavälillä (allaolevassa kaaviossa n. 6 vuotta eli Pharoksen edeltäjän Joustosalkku -rahaston perustamisesta saakka) maltillinen osakeriski on ollut kannattavaa.



Kaaviossa Pharoksen kehitys verrattuna sen vertailuindeksien komponentteihin.

Osakeindeksi:
STOXX 50 (30%),
MSCI All Country World (70%)

Korkoindeksi:
EFFAS Bond Indices EuroGovtAll

Osakesijoittajat ovat 6 vuoden sijoitusjaksolla keskimäärin vasta omillaan (0%:n vuosituotto), kun korkosijoittajat ovat saaneet mahtavan n. 40 % tuoton (n. 7 %:n vuosituotto).

Tällä jaksolla tuotto on siis ollut osakkeissa poikkeuksellisen heikko ja koroissa poikkeuksellisen hyvä. Pharos on maltillisella 50/50 sijoituspolitiikallaan siinä välissä. Kuviossa osake- ja korkosijoitusten indeksikehitykset ovat ennen kuluja, Pharoksen kohdalla on kulut tietenkin huomioitu.

Jos kuviota uskaltaisi jatkaa ennustamalla 20 vuotta eteenpäin, valistunut arvaus olisi, että sijoittajan saamat sekä osake- että korkosijoitusten tuotot palaisivat lähelle historiallisia tasojaan eli osakkeet tuottaisivat (1%:n vuosikuluilla) keskimäärin 7-8% vuodessa ja pitkät korot (0,5%:n vuosikuluilla) 4,5-5,5% vuodessa.

Pharoksen keskimääräinen vuosituotto asetuisi tällöin yli 20 vuoden sijoitushorisontilla näiden lukujen keskivälille eli 5,5%-6,5%:iin - kulut huomioituna. Ja kustannuksilla on merkitystä: jos sijoittajan maksamat kulut ovat korkeammat, jää hänelle vähemmän.



Petri Rutanen
+ Seligson & Co varainhoitotiimi
pharos@seligson.fi

TUNNUSLUKIJEN MÄÄRITELMÄT KANNATTAA LUKEA



Rahastojen raporteissa käytettyjen tunnuslukujen sisältö ei ole itsestään selvä. Siksi rahoistaan huolta pitävän sijoittajan kannattaa tutustua myös tunnuslukujen määritelmiin.

Huomionarvoisiin asioihin kuuluu muun muassa se, *Total Expense Ratio* eli *TER* -lukuun ei nimestään huolimatta sisälly rahastojen kaikki osuudenomistajien varoista maksettavat kustannukset, esimerkiksi arvopaperikaupasta aiheutuvat. Kaikki rahastojen rahastot eivät sisälly *TER* -lukuun edes allaolevien rahastojen kustannuksia!

Yllättävää tavallista on myös se, että rahastojen tuottoja verrataan hintaindeksiin, vaikka rahastot saavatkin osingot. Seligson & Co:n rahastoja verrataan kahta poikkeusta lukuunottamatta aina tuottoindeksiin. (OMXH25 Indeksiosuusrahastolle on hintaindeksi oikea vertailukohta, koska rahastossa ei ole kasvuosuuksia eli osingot jaetaan vuosittain ulos. Russian Prosperity taas verrataan hintaindeksiin, koska sopivaa tuottoindeksiversiota ei ole.)

Seligson & Co noudattaa tunnuslukujen laskennassa ensimmäiseen Suomen Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksia. Jossain kohdissa teemme kuitenkin tietoisesti toisin, koska uskomme siten tuottavamme sijoittaja-asiakkaidemme kannalta relevantimpaa tietoa. Oheiset määritelmät kannattaa siis lukea!

Kommentoi / kysy lisää: ari.kaaro@seligson.fi

RAHASTOJEN TUNNUSLUKIJEN MÄÄRITELMIÄ

Volatiliteetti / standardipoikkeama

Riskimittari, joka kuvaa rahaston arvon heilahtelua. Tunnusluku lasketaan edeltävän 12 kk:n jakson arvona. Luku ilmoitetaan prosentteina vuodessa.

Indeksipoikkeama (tracking error / aktiivinen riski)

Indeksipoikkeama mittaa sitä kuinka tarkasti rahaston tuotto seuraa vertailuindeksiin tuottoa. Suuri luku merkitsee sitä, että rahaston tuotto suhteessa vertailuindeksiin tuottoon on vaihdellut voimakkaasti. Pieni aktiivinen riski taas tarkoittaa, että rahaston tuotto lähes seuraa vertailuindeksiin tuottoa. Tunnusluku lasketaan edeltävän 12 kk:n jakson arvona.

Salkun kiertonopeus

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

Negatiivinen kiertonopeus tarkoittaa, että salkunhoitajan käymän arvopaperikaupan kokonaisvolyymi on ollut pienempi kuin merkintöjen ja lunastusten.

Kaupankäyntikulut

Rahaston pääomasta veloitettavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvopaperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna *keskimääräisestä* pääomasta edeltävällä 12 kk:lla. **Huom!** Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaan kaupankäyntikulut tulisi laskea jakamalla euromääräinen kulu edeltävän 12 kk:n *korkeimmalla* rahastopääomalla. Tämä laskentapa tuottaa kuitenkin mielestämme harhaanjohtavan alhaisen tuloksen ja käytämme sitä vain niissä rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosi-raporteissa, joita Sijoitusrahastoyhdistyksen suositus koskee.

Total expense ratio / TER

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

Jos rahastolla on *tuottosidonnainen palkkio*, lasketaan se annualisoituna arvona alkaen edeltävästä vuodenvaihteesta kunkin rahaston sääntöjen mukaan.

Kokonaiskulut / TKA

Kaikki rahastopääomasta veloitettavat kulut (TER + kaupankäyntikulut + mahdolliset muut kulut) prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla. TKA ei sisällä rahaston maksettavaksi koituvien lähdeverojen kustannuksia. Pharoksen osalta TKA sisältää myös kohderahastojen kulut.

Välityspalkkiot lähipiirille

Prosenttiosuus rahaston tarkastelujaksolla maksamista välityspalkkioista, jotka on maksettu rahastoyhtiön kanssa samaan kirjanpidolliseen konsolidointiryhmän kuuluvalla sijoituspalveluyritykselle tai luottolaitokselle.

Korkoriski (duraatio)

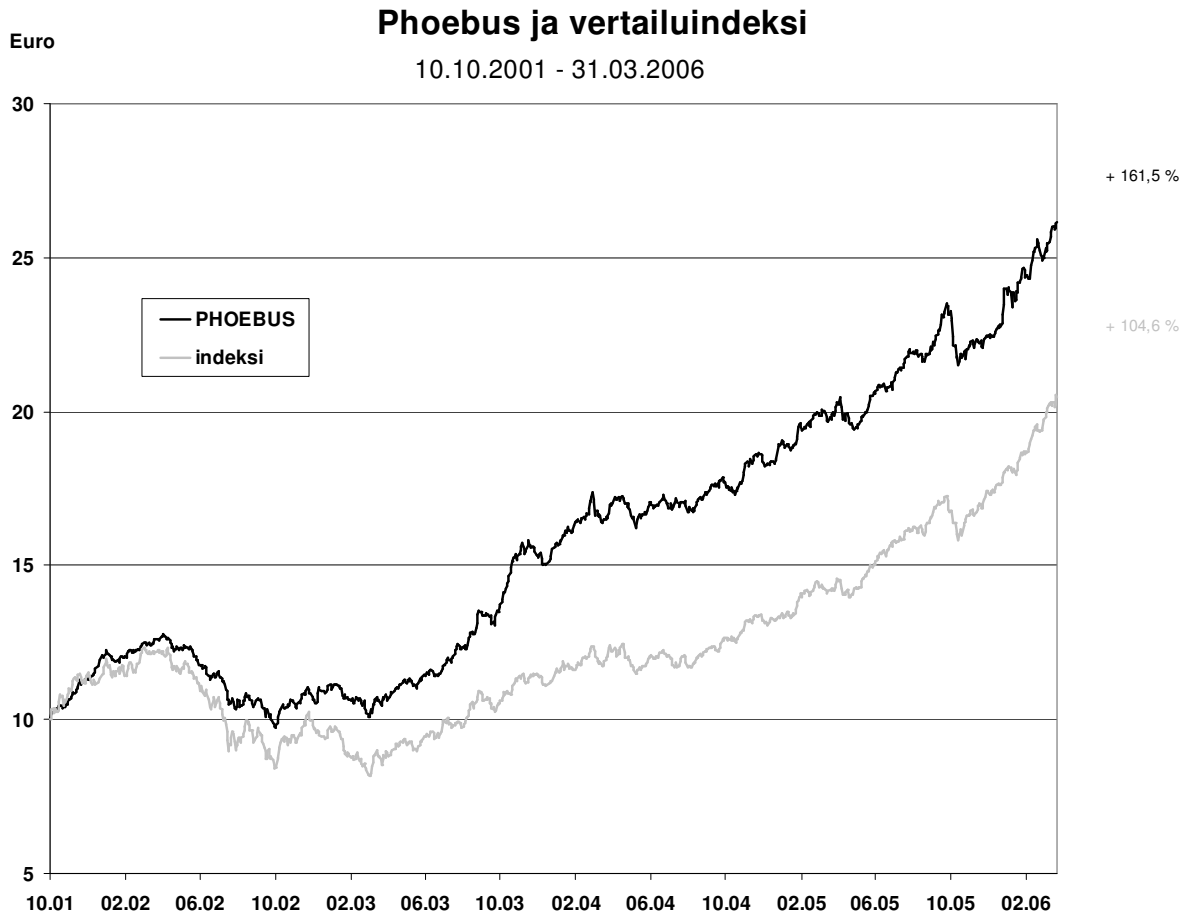
Duraatio ilmaisee korkosijoituksen korkoriskin yhtenä lukuna. Korkoriski on käytännössä sijoituksen markkina-arvon herkkyyden muutokseen. Matemaattisesti duraatio lasketaan joukkolainan kassavirtojen (vuotuiset kupongit ja lainan pääoman takaisinmaksu erääntymisessä) pituuskien pääomilla painotettuna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

Sharpen luku

Alan käytännöstä poiketen *emme julkaise* tässä katsauksessa Sharpen lukua, koska se ei käsitteäksemme tuo mitään olennaista informaatiota indeksiin verrattujen tuoton ja volatiliteetin sekä indeksipoikkeaman (tracking error) lisäksi. Julkaisemme kuitenkin Sharpen luvun Sijoitusrahastoyhdistyksen suosituksen mukaisesti rahastojen virallisissa tilinpäätös- ja osavuosi-raporteissa.

PHOEBUS
31.3.2006

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	19,6
Vertailuindeksi	75% HEX Portfolio Tuotto, 25% MSCI AC World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	0% (1%, jos sijoitusaika alle 12 kk)
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	14,9 %	11,5 %	16,1 %	7,8 %
1 v	31,5 %	9,6 %	43,7 %	8,9 %
3 v	149,0 %	9,5 %	134,8 %	10,1 %
Aloituspäivästä	161,5 %	10,2 %	104,6 %	13,4 %
Aloituspäivästä p.a.	24,0 %		17,4 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,77 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,80 %
Salkun kiertonopeus	-7,87 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	8,73 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2006)	17,13 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	12,9 %
EXEL OYJ	Suomi	10,1 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	7,7 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	7,7 %
VACON OYJ	Suomi	7,2 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	6,5 %
STOCKMANN OYJ ABP-B SHARE	Suomi	5,2 %
AIR LIQUIDE	Ranska	3,9 %
VAISALA A	Suomi	3,7 %
TOMRA SYSTEMS ASA	Norja	3,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Rahaston kehitys

Uuden vuoden alku oli huimaava. Phoebuksen vertailuindeksi nousi ensimmäisellä neljänneksellä kokonaiset 16,1%, joka oli paras markkinakehitys koko Phoebuksen historian aikana. Phoebus ei aivan pysynyt tässä hurjassa nousussa mukana, mutta tuotti kuitenkin melkein yhtä huimat 14,9%.

Toiminnan alusta Phoebus on tuottanut 161,5% ja markkinat vertailuindeksimme kuvaamina 104,6%.

Ei ole yllättävää, että Phoebus ei pärjää kovin hyvin spekulatiivisilla, vahvasti nousevilla markkinoilla. Kerroin sen jo tammikuussa 2002 kirjoittamassani Osuudenomistajan Oppaassa eli rahaston juuri aloitettua toimintansa. Tämä johtuu yksinkertaisesti siitä, että yhtiömme ovat taseeltaan vahvoja, pääomalle jatkuvasti hyvää tuottoa takovia ja loistavasti johdettuja. Eivät siis kovin spekulatiivisia.

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

Myynnit ja ostot

Viime katsauksessa kerroin, että myin poikkeuksellisesti erään suomalaisen yhtiömme (Fiskars) osakkeet kokonaan joulukuussa. ”Poikkeukset” tullaan joskus toistumaan (erityisesti eräiden yhtiöiden kirjanpidossa) ja minun on tälläkin kertaa tunnustettava myyneeni erään suomalaisen yhtiömme osakkeet kokonaan. Nyt kyseessä on Suomen.

Heikki Bergholm ei siis enää ole salkunhoitajamme. Hän ei tosin olisi toukokuun jälkeen ollut sitä enää muutenkaan, koska on luovuttamassa Suomen vetovastuun pitkän uran Huhtamäessä tehneelle Kalle Tanhuanpäälle.

Päätökseni ei johtunut pelkästään johdon vaihtumisesta. Ne teistä, jotka ovat pitkään omistaneet Phoebusta, tietävät että olen jo joitakin vuosia pitänyt Suomista sijoituksistamme heikoimpiin kuuluvana – aivan kuten Fiskarsiakin. (Tätä kirjoittaessani huomaan muuten keksineeni tavan parantaa näiden katsausten kirjoittamisen tuottavuutta: yksinkertaisesti kopiaimalla edellistä. Se ei tule muodostumaan tavaksi).

Yhtiö ei kahdeksaan vuoteen ole saavuttanut todellista tulospotentiaaliaan. Vuosia jaksoin uskoa sen johtuvan vain suhdanteista ja väliaikaisista vastoinkäymisistä. Viimeisen parin vuoden aikana minulle on kuitenkin käynyt selväksi, että yhtiö ei ole niin laadukas kuin olin kuvitellut. Minun makuuni Suomen on liiaksi pelkkä bulkkituottaja.

Sijoitus oli siis selvä virhe. Se tuotti meille osinkoineen yhteensä +191.000 euroa, eli 28% hankintahinnallemme, joten se ei ollut täydellinen katastrofi. Tuottoluku on silti luvattoman huono suhteutettuna siihen, että Phoebuksen vertailuindeksi on rahaston toiminnan alusta yli kaksinkertaistunut.

Myynnin ajoitus oli todennäköisesti väärä – Heikki tuskin luovuttaisi ohjaksia uudelle vetäjälle, jos hän ei kokisi, että firma alkaa sisäisesti olla kunnossa. Päädyin kuitenkin myymään osakkeemme ennemmin kuin odottamaan kurssin nousua, koska Suomen on velkaantunut niin paljon, että osake ei ole kovin halpa, vaikka tulos kohentuisikin.

Nykyhinnalla (€3,60) Suomen markkina-arvo on 85 miljoonaa euroa, jonka lisäksi nettovelkaa on 98me. Bruttoarvo on siis 183me. ”Normaalitulomarginaali” on kuitukankaissa noin 10%, kosteuspyyhkeissä noin 5% ja muovipakkauksissa noin 7% eli yhteensä noin 15me nykyvolyymeilla. EV/EBIT on siis 12,2x, joka vastaa velatonta P/E-lukua noin 16,5x. Tämä on mielestäni bulkkituottajalle liikaa (toisaalta ”normaalitulostenusteeni” voi olla hieman alakanttiin).

Velkaisessa yhtiössä on toki rutkasti vipua – myös positiiviseen suuntaan, jos liiketoiminnan tuloksellisuus saadaan kuntoon. Mutta koska 1) johto vaihtuu, 2) olen pettynyt yhtiön laatuun ja 3) arvostus ei ole kovin halpa, oli päätökseni loppujen lopuksi aika yksinkertainen.



Jotta tämän katsauksen teema – joka näyttää siis olevan edellisen katsauksen toistaminen – ei jäisi puolitiehen, voisin taas hieman ylpeillä Vaisala -ostoillani. Viimeksi kerroin ostaneeni osinkoon oikeutettuja osakkeita alennuksella henkilöstöoptioiden kautta. Alkuvuodesta toistin operaation sillä erolla, että osakkeet eivät oikeuttaneet osinkoon. Siksi sain ostaa ne noin 1,60 euroa alle vallitsevan pörssikurssin. Osinko oli 0,75 euroa, joten ansaitsimme noin 0,85 euroa per osake. Ja mikä parasta – emme taaskaan maksaneet juuri lainkaan välityspalkkioita!

Anders Oldenburg ja Vaisalan radiosondi. Koska kirjoittaja kertoo katsauksen teemana olevan edellisen katsauksen toiston, toistamme myös edellisen katsauksen kuvan. Sitä paitsi kustannuksilla on merkitystä.

Kuu kiurusta Vuosikirjaan

Päivä pitenee ja kengät kastuvat. Se on merkki siitä, että Phoebuksen seuraavan Vuosikirjan ilmestymiseen ei enää ole kuin reilu kuukausi.

Tällä palstalla on rajoitetusti tilaa Phoebuksen filosofian, salkkuyhtiöidemme ja minun toimenpiteideni esittelemiseen. Vuosikirjassa sitä on lähes rajattomasti. Muistakaa siis lukea se. Jos teillä on ehdotuksia parannuksiksi viimevuotisiin, otan mielelläni niitä sähköpostitse vastaan vielä parin viikon ajan.

Muistakaa myös tutustua Phoebuksen blogiin (www.seligson.fi/phoebus). Blogissa yritän viikoittain kommentoida Phoebukselle relevantteja tapahtumia (ehkä tässä on kuitenkin syytä todeta, että relevantteja tapahtumia on vain pieni murto-osa siitä, mitä lehdistö meille yrittää väittää) ja vastata kysymyksiinne. Hoidan teidän rahojanne, joten tyhmiä kysymyksiä ei ole.

En voi vaikuttaa markkinoihin, joten en paljoa välitä niiden heilunnasta. Sen sijaan voin vaikuttaa siihen, että te osuudenomistajina tiedätte, miten hoidan rahojanne ja miksi juuri niin. Erästä countrylaulua lainatakseni: "I won't promise the moon, but I promise to be here."



Anders Oldenburg, salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi

PHOEBUS YHTIÖISTÄ

Esittelin Tulikiven viimeksi neljä vuotta sitten katsauksessa 2/2002. Väitin silloin, että yhtiö on laatunsa ja alhaisen arvostuksensa ansiosta salkkumme tukeva kivijalka – edellisen toimitusjohtajan tekemistä rakennuskiviyrittäjästä huolimatta.

Kivijalka se onkin ollut. Noista päivistä sijoituksemme arvo on osinkoineen hieman yli nelinkertaistunut, kun tätä kirjoittaessani kurssi on €13,40 ennen osinkoa ja splittä. Olin valitettavasti oikeassa myös huoltenei osalta – rakennuskivitoiminta osoittautui täysin erilaiseksi kuin kuluttajaliiketoiminta, eikä siitä saatu koskaan kannattavaa, vaan se on hiljalleen ajettu alas. Jäljelle jäi pieni mutta kannattava sisustuskiviliiketoiminta.

Tämä on itse asiassa oiva sijoittamisen oppitunti, josta olisi syytä jäädä mieleen, että: 1) yritykset tekevät joskus virheitä, mutta 2) huolilleen ei pidä antaa liikaa painoa, koska 3) hyvä yritysjohto korjaa virheensä nopeasti (ja oppii niistä). Opetuksen ydin siis on, että yritysjohtajan laatu on onnistuneen sijoituksen ehdottomasti tärkein osatekijä.

Olen aiemminkin kehnut Tulikiven porukkaa, erityisesti Juha Sivosta, joka on ollut yhtiön toimitusjohtajana vuodesta 2001. Kehun taas – hyviä yritysjohtajia ei ole koskaan riittävästi ja ne harvat, jotka löydän, ansaitsevat kiitoksemme, kehumme ja luottamuksemme.

Huhtikuun alussa Tulikiven johto teki uskaliaimman liikkeensä vuosiin, ostamalla kaakeliuuneja valmistavan Kermansaven 15,7 miljoonalla eurolla (velkoineen). Tämä heijastaa strategiamuutosta, josta olen kertonut Phoebuksen blogissa (www.seligson.fi/phoebus): Tulikivi näkee itsensä nykyään uuniyhtiönä, ei enää pelkästään kivi-yhtiönä. Se on minusta hyvä asia (olen aina nähnyt Tulikiven uuniyhtiönä).

Kermansavesta maksettu hinta on suhteellisen kova (10x EBIT ennen synergiahyötyjä ja noin 7,5x niiden jälkeen), mutta uskon tähän enemmän kuin rakennuskivikauppoihin. Siinä missä Tulikiven osuus vuolukiviuuneista on 60%, Kermansavi hallitsee 50% kaakeliuunien markkinoista Suomessa. Yhtiöiden toimintatapa on hyvin samanlainen. Kummatkin panostavat laatuun, brändiin ja asiakaspalveluun, ulkoistaen asennuksen itsenäisille yrittäjille ("uunimestareille").

Kermansavi kasvattaa Tulikiven kotimaan tulisijamyyntiä puolella ja uuden yhtiön markkinaosuus on noin 30%. Kermansaven erikoismyymälöiden verkosto vahvistaa merkittävästi Tulikiven kotimaan jakelua. Lisäksi Tulikiven

verkosto ulkomailla mahdollistaa jollain aikavälillä kaakeliuunien viennin. Toki näin suurella yrityskaupalla on myös riskinsä, joten ainakin lyhyellä aikavälillä (2006-2007) se tekee osakkeesta entistä riskipitoisemman.

Riski on muutenkin kasvanut, korkeamman arvostuksen johdosta. Kun neljä vuotta sitten velaton P/E-luku oli 14,9x, se oli vielä viime vuodenvaihteessa 15,4x.

Ensimmäiset 160% tuotostamme selittyy siis sillä, että tulos on parantunut. Mutta vuoden 2006 kurssinousu – huimat 65% tähän saakka - alkaa jo vaatia aivan uusia harppauksia tuloksessa.

Olen siksi vähentänyt omistustamme Tulikivessä noin 10% ja tulen todennäköisesti vähentämään sitä vielä jonkin verran. Kurssinousun jälkeen yhtiön paino salkussamme ylittää 13%, joka on riskienhallintamielessä liikaa jopa näin loistavan yhtiön kohdalla.

Handelsbanken

Handelsbankenin esittelin viimeksi reilut kaksi vuotta sitten (tämä on hyvä merkki, koska se tarkoittaa, että 9 ulkomaista yhtiötämme on pysynyt koko ajan samoina). Kahdessa vuodessa liiketoiminnassa ei ehdi tapahtua kovinkaan paljon, pankki on edelleen Euroopan kustannustehokkaimpia, sen kannattavuus on edelleen kilpailijoita parempi ja sen asiakastytyväisyys on edelleen huippuluokkaa.

Olen naisin muutos tapahtui viime vuoden syyskuussa, kun pikäaikainen hallituksen puheenjohtaja Arne Mårtensson päätti lähteä purjehtimaan maailman ympäri alkaen ensi kesänä. Nykyinen toimitusjohtaja Lars O. Grönstedt nousee siksi yhtiökokouksen jälkeen 25.4.2006 uudeksi hallituksen puheenjohtajaksi ja nuorehko Pär Boman (s.1961), joka on ollut talossa 15 vuotta, nousee uudeksi toimitusjohtajaksi.

Se, että kaikki paikat täytettiin sisäisesti, ei ole sattumaa. Se on Handelsbankenin tapa toimia. Viime vuonna 96% kaikista SHB:n Ruotsissa vapautuneista johtajan paikoista täytettiin talon sisältä. Uusilla markkinoilla hieman useampi resurssi tuli ulkopuolelta, koska sisäinen kykyvaranto on määritelmällisesti uusilla markkinoilla pienempi.

Sisäiset ylennykset ovat mielestäni lähes aina järkevin toimintatapa. Jos yhtiö ei pysty kasvattamaan nuorista kyvyistään seuraavan sukupolven johtajia, yhtiön nykyisessä johdossa on jotain vikaa.

Tätä taustaa vasten minua on aina yllättänyt, kuinka suuri osa pörssiyhtiöiden toimitusjohtajista palkataan ”head-huntereiden” avulla. Niiden käyttö ei ole vain kallista, se on oire huonosta johtamisesta.

Ylimmän johdon vaihtuminen on aina riski. Tässä tapauksessa koen kuitenkin riskin tavanomaista pienemmäksi, koska Handelsbankenin kulttuuri on vahva, sen strategia on kirkas ja Grönstedt jatkaa hallituksessa. Lainaan Grönstedtiä:

”Det är med stor förtröstan jag nu lämnar chefskapet över Handelsbanken vidare till Pär Boman. Jag har alltid varit stolt över att arbeta för Handelsbanken. När Pär Boman nu tar över vet jag att jag kommer att fortsätta vara det.”

Uskon, että Grönstedt on oikeassa. Myös Boman tullee 5-10 vuoden jälkeen oikeutetusti olemaan ylpeä pankista. SHB on viime vuosina vuosittain avannut kymmenisen konttoria Ruotsin ulkopuolella ja tahtia tullaan todennäköisesti hiljalleen kiihdyttämään, nyt kun konseptit on saatu kuntoon. Englanti on erityisen lupaava markkina.

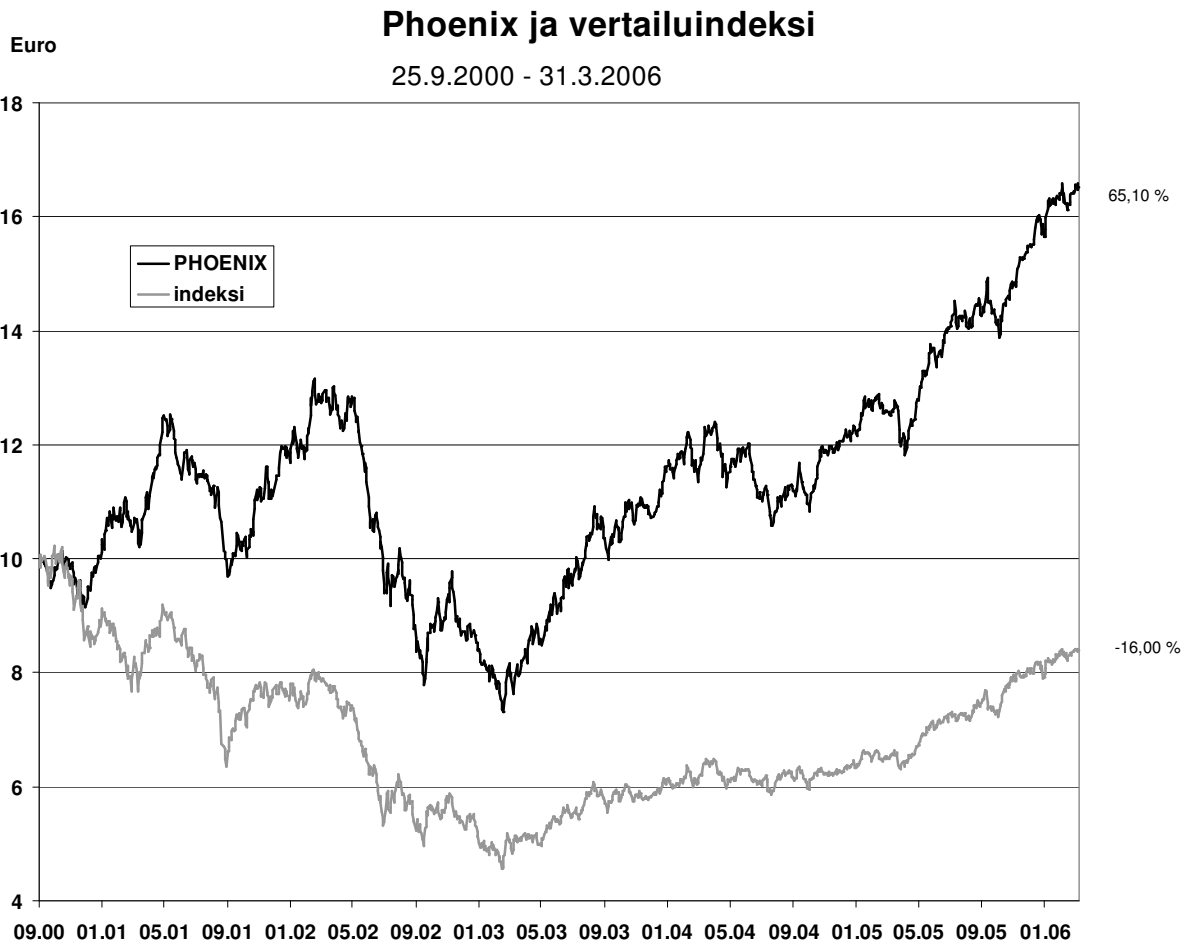
Toiseksi suurin muutos kahden vuoden aikana on tapahtunut osakekurssissa, joka on noussut kruunuissa 55% (euroissa 50%). Tämä vastaa suhteellisen hyvin pankin tuloskehitystä – osakekohtainen tulos on kahdessa vuodessa noussut (kruunuissa) 42%. Tässä on kuitenkin syytä huomata, että tuloksen laatu on tänään hieman huonompi kuin ennen, koska osakemarkkinoiden nousu näkyi huomattavan suurina myyntivoitoina viime vuonna. Arvostus suhteessa ”normaaliin” tulokseen on siis hieman noussut.

En menetä yöniani arvostuksen pienehköstä noususta kun yhden Euroopan kustannustehokkaimmista ja parhaiten johdetuista pankeista voi ostaa P/E –luvulla 13-14x – päinvastoin. SHB on sitä paitsi hieman ylikapitalisoitu ja kuuluu ehdottomasti niihin Phoebuksen yhtiöihin, joihin 10-15 vuoden tähtäimellä luotan eniten.

Pankki on jo 34 vuotta saavuttanut tavoitteensa olla kannattavampi kuin kilpailijansa keskimäärin (vuoteen 1997 ruotsalaiset kilpailijat, sen jälkeen pohjoismaiset ja brittipankit). Se ei ole tuuria, se on liiketoiminnallista osaamista.

PHOENIX
31.3.2006

Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti erikoistilanteisiin.



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	12,6
Vertailuindeksi	MSCI All Country World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Peter Seligson

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,6 %	9,7 %	4,6 %	10,9 %
1 v	32,0 %	10,9 %	27,3 %	11,3 %
3 v	112,0 %	13,8 %	92,9 %	13,0 %
5 v	54,4 %	16,9 %	-3,7 %	17,5 %
Aloituspäivästä	65,1 %	16,9 %	-16,0 %	17,9 %
Aloituspäivästä p.a.	9,5 %		-3,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	1,31 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,18 %
Kaupankäyntikulut	0,57 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,88 %
Salkun kiertonopeus	138,04 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	12,18 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2006)	19,05 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SATAMA INTERACTIVE OYJ	Suomi	4,5 %
RHODIA SA	Ranska	4,4 %
SAMSUNG ELECTRONICS-GDR REGS	Korean tasavalta	4,2 %
SWISS LIFE HOLDING	Sveitsi	3,6 %
ALLIANZ AG-REG	Saksa	3,3 %
WASHINGTON MUTUAL INC	Yhdysvallat	2,8 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	2,6 %
RENTOKIL INITIAL PLC	Iso-Britannia	2,5 %
SUN MICROSYSTEMS INC	Yhdysvallat	2,4 %
SK TELECOM CO LTD-ADR	Korean tasavalta	2,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden ensimmäisen neljänneksen aikana rahasto nousi 6,6% vertailuindeksiin eli Morgan Stanley World –indeksiin noustessa 4,6%. Vuodessa rahasto on noussut 32% ja indeksi 27,3%. Elämme siis edelleen melkoista nousumarkkinaa; olkaamme tyytyväisiä niin kauan kuin sitä jatkuu.

Lyhyet markkinakorot ovat jatkaneet vuoden 2005 viimeisellä neljänneksellä alkanutta nousuaan. On mielenkiintoista, että sillä ei ole juurikaan ollut vaikutusta 10-vuotiseen korkoon Nähtäväksi jää pitäisikö tämä tulkita niin, että korkosijoittajilla on vahvasti erilainen näkemys tulevista suhdanteista kuin keskuspankkien johtajilla ja osakesijoittajilla vai niin, että markkinoilla on edelleen liikaa likviditeettiä.

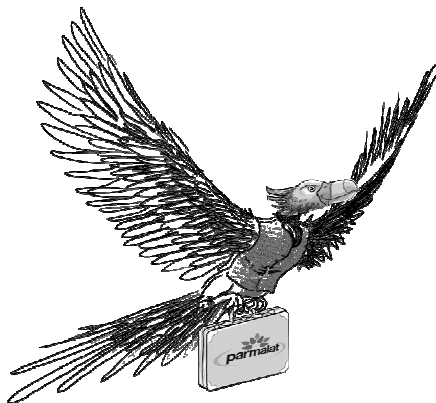
Myös kiinnostus kehittyviä markkinoita kohtaan on jatkunut erittäin vahvana, ylikuumenemisen merkeistä huolimatta. Joillakin liiketoimintaalueilla on jo ilmennyt ylikapasiteettiongelmia viime vuosien mittavien investointien takia. Konttien laivaus on varmaankin valaiseva esimerkki. Muutamien vuosien voimakkaan kasvun ja hyvän hintatason vuoksi on tonnisto kasvatettu siinä määrin, että tariffit ovat nyt tulossa alaspäin. Tuskin on väärin olettaa, että niin voi tapahtua monilla muillakin aloilla – ja myös tulee tapahtumaan.

Yksi kuluvan vuoden suurista epävarmuustekijöistä on syksyllä tulossa olevien USA:n vaalien tulos. Osa sotaisesta retoriikasta, jota olemme viime aikoina kuulleet presidentti Bushilta ja hänen hallitukseltaan, voidaan varmasti tulkita vaaliasemien valmisteluksi. Republikaanien asemat eivät ole kehuttavat ja he menettänevät absoluuttisen enemmistönsä edustajainhuoneessa.

Myös presidentin suosio on ennätysalhaalla, mistä seurauksena jopa republikaanien omat senaattorit ja muut edustajat ovat ottaneet etäisyyttä Bushin suunnitelmiin, joilla ei uskota olevan äänestäjien tukea. Osittain vaalitaistelun alle voitaneen lukea myös äskettäin näytelty julkinen voimainmittelo kuuden sataman myynnistä Dubain sijoitusyhtiölle. On mielenkiintoista nähdä, johtaako tämä suojelutoimiin Kiinasta tulevaa tuontia kohtaan. Tällaiset toimenpiteet, joilla näyttäisi nyt olevan amerikkalaisten äänestäjien kannatus, saattavat vaikuttaa koko maailmantalouden kehitykseen.

Parmalat pörssiin

Näitä makrokuvia pitää täydentää vielä pienellä yksityiskohdalla lähempää rahastomme arkipäivää. Viime syksynä aiemmin petoksiin kaatunut Parmalat tuotiin uudelleen Milanon pörssiin.



Tätä kirjoitettaessa voin ilokseni todeta, että alkuperäinen investointimme ja talven aikana hankitut lisäpositiot Parmalatissa ovat taas plussan puolella.

On aina mukavaa nähdä, että lähes tuohon tuomitutkin yhtiöt voivat nousta kuin...kuin...no, kuin Feeniks –lintu tuhasta ☺

Kolme vuotta Phoenixin hoitajana

Otin Phoenixin hallinnoinnin vastuulleni 1.4.2003 – eli kolme äärimmäisen mielenkiintoista vuotta sitten. Olen saanut kehittää ja hienosäätää sijoitusstrategiaamme hyvin myönteisessä pörssi-ilmastossa – mikä on aina miellyttävää. Näiden kolmen vuoden aikana rahasto on noussut 112,0% eli 28,5% vuodessa. Vertailuindeksimme on samana aikana tuottanut 92,9% eli noin 24,5% vuodessa. Kun otetaan huomioon sekä hallinnoinnin että kaupankäynnin kustannukset, on tämä varmastikin hyvä tulos. Mutta ei pidä olettaa, että aina pystyisimme indeksin voittamiseen.

Voimmeko kuitenkin vetää sen johtopäätöksen, että strategiaamme on elinkelppinen? Ehkä, mutta kulunut aika on kuitenkin liian lyhyt varmoihin väitteisiin.

En ryhdy tässä toistamaan koko strategiaamme, jonka kuvasin viimeksi rahaston 5-vuotiskatsauksen yhteydessä (raporttimme 3 / 2005), mutta pientä hienosäätöä on ehtinyt taas tapahtua kuluneen puolivuotiskauden aikana.

Phoenix etsii aliarvostettuja yhtiöitä erikoistilanteista maailmanlaajuisesti – kun kurssi on laskenut ja odotamme käännettä. Erikoistilanteiden etsimiseen ja arviointiin käytän sekä kvantitatiivisia että laadullisia menetelmiä, pitäen koko ajan mielessä riskienhallintaperiaatteen. Näyttäisi siltä, että suurin osa meille merkityksellisistä erikoistilanteista löytyy nyt käytössä olevilla menetelmillä. Hyvä niin.

Olen aiemminkin valitellut sitä, miten vaikeaa on oikean sijoitusajankohdan löytäminen laajasti kansainvälisille markkinoille hajautetussa salkussa. On selvästi osoittautunut, että markkinatuulien suunnan tunnistaminen sujuu sitä helpommin mitä lähempänä sijoituskohdettaan on maantieteellisesti. Suomalaiselle salkunhoitajalle lähialue tarkoittaa ennen muuta kotimarkkinaa ja ehkä osittain muita pohjoismaita.

Sen sijaan markkinasentimenttien tunnistaminen on vaikeaa amerikkalaisen tai korealaisen yhtiön kohdalla. Toki voidaan väittää, että pitkällä aikavälillä tällä ei ole merkitystä. Jos liiketoiminta-analyysi on oikeassa, niin pikku hiljaa myös muu markkina huomaa sen ja suhtautuminen yhtiöön muuttuu.

Olen itse asiassa muutenkin päätyvässä siihen, että tätä ei pidä murehtia liikaa, vaan siitä saadaan - vähän kuin vahingossa - vielä yksi hajauttamisen periaate: jos lähimarkkinoilla on helppoa nähdä puut, niin kauempaa saa paremman käsityksen metsästä. Sijoituskohteidemme tuottovaatimuksen pitää siten olla kauaksi sijoitettaessa korkeampi, jotta riskinotolle saadaan parempi korvaus.

Sama asia toisin päin: erikoistilanteessa olevan yhtiön kurssin pitää olla kauempaa siitä käyvästä arvosta, johon analyysini päättyy. Sen sijaan kotimarkkinoilla voimme liikkua tietokonekieltä lainaten ”suuremmalla resoluutiolla” ja siten tehdä sijoituksia jonkin verran kapeammilla marginaaleilla, koska uskomme markkinatuulten lähituntemuksen johtavan ajoituksen tarkempaan onnistumiseen.

Ylläsanotusta huolimatta on aina raskasta, jos jokin sijoituksemme menettää puolet arvostaan ennen kurssinousun alkua. Näin on käynyt useammankin kerran. Jopa monet parhaista sijoituksistamme ovat näyttäneet melko ikäviltä vielä puolivuotta ensioston jälkeenkin.

Phoenixin riskienhallinnan hajautusperiaatteet (tarkemmin niistäkin raportissa 3 / 2005) ovat olleet - ja ovat edelleen - hyvä apu kipukohtien lievittämiseen. Mutta myös muita menetelmiä tarvitaan. Koekäytössäni parhaillaan oleva maailmanlaajuinen analyysitietokanta voi muodostua mielenkiintoiseksi apuvälineeksi sekä sijoituskohteiden peruseulontaan että markkinamielialojen tunnistamiseen. Erikoistilanteiden tunnistaminen ja arviointi vaatii runsaasti erilaisia tietolähteitä.



Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi



Tällä kertaa olen valinnut tarkemman käsittelyn kohteeksi Rhodian, joka on yksi Euroopan suurimmista erikoiskemian yrityksistä. Sen kohdalla toistuvat monet Phoenixin sijoituksille tyypilliset elementit.

Rhodia on markkinajohtaja muun muassa tietyissä pinta-käsittelyaineissa, silikoneissa ja nailonissa. Se muodostettiin kun ranskalainen Rhone-Poulanc ja saksalainen Hoechst yhdistyivät perustaakseen lääkeyhtiö Aventiksen vuonna 1999. Molemmilla oli erityiskemikaaliryhmä, joka sijoitettiin uusperustettuun Rhodiaan.

Vuosituhanne lopun yläviritteissä markkinatunnelmissa uuteen yhtiöön siirrettiin myös runsain mitoin ns. vanhoja vastuuta: eläkkeitä, ympäristövastuita, jne. Kun samalla investointiin nopeasti ja ylisuurella velkarahoituksella, olivat ”katastrofin” ainekset valmiina markkinoiden romahtaessa 2001 - 2003.

Osakekurssi rysähti huipun 20 eurosta alle yhden euron vuoteen 2005 mennessä. Ja kuten useimmissa suurissa Ranskan yrityskatastrofeissa, on tässäkin myös poliittinen ulottuvuus. Koska nykyinen valtiovarainministeri Thierry Breton istui katastrofivuosina Rhodian hallituksessa, on ranskalaisella lehdistöllä taipumus suurenella ja rumennella yhtiön ongelmia. Negatiivinen julkisuus painoi kurssia entisestään.

Rhodian markkina-arvo oli vain 200 miljoonaa euroa kesäkuussa 2004 kun vierailin ensimmäisen kerran yhtiön pääkonttorissa eräässä Pariisin lähiössä. Olin yllättynyt kohtaamastani avoimuudesta ja saneeraussuunnitelmien selkeydestä - kuten useimpien muidenkin ongelmiin joutuneiden ranskalaisyhtiöiden kohdalla.

Monia sijoittajia tuntui kuitenkin häiritsevän se, että suunnitelma oli laadittu kolmelle vuodelle, 2004-2006, eikä amerikkalaiseen tapaan kolmelle kuukaudelle. Saneeraus vie toki välttämättäkin jonkin verran kauemmin Ranskassa kuin USA:ssa, mutta kolme vuotta on kuitenkin aivan realistinen aika maassa kuin maassa.

Miltäs numerot sitten näyttivät? Johdon suunnitelmien mukaan myynneillä ja toimintojen lakkauttamisilla yhtiön kokoa pienennettäisiin liikevaihtomielessä kuudesta viiteen miljardiin euroon.

Näillä toimenpiteillä saataisiin lyhennettyä myös noin miljardin euron verran lainoja ja säästettyä noin 300 miljoonaa euroa vuosikustannuksissa. Näin oli tarkoitus päästä 2,5 miljardin nettovelkaan ja liiketoimintaan, jonka

vuoden 2006 käyttökate olisi 13% eli vähintään 650 miljoonaa euroa. Ja kaikki tämä siis noin 200 miljoonan euron markkina-arvolla.

Vakautus on nyt tehty ja vaikka kahdella annilla on luodennettu osakkeen nousumahdollisuuksia, niin niillä on myös vahvistettu tasetta ja vähennetty velkoja. Kurssi on tuplaantunut ja on nyt yli 2 euroa per osake.

Onko erikoistilanne sitten ohi? Enpä usko. Rhodian osake arvostetaan kyllä muiden vastaavien yhtiöiden tasolle, jos oletetaan noin 15%:n EBITDA, minkä pitäisi toteutua 2007. Onko sitten jotain, mitä markkinat eivät näe?

Vuosien 2001-2003 ongelmien vuoksi yhtiön rahoituskustannukset ovat nousseet noin 5%:sta yli 10%:iin. Koska liiketoiminta on nykyisin terveellä pohjalla tulee Rhodian luottoluokitus parantumaan takaisin luokkaan ”investment grade” nykyisestä ”roskalaina” -statuksesta. (Korkomarkkinat hinnoittelevat yhtiön liikkeellelaskemat lainat jo nyt selvästi luottoluokituksen mukaista hintatasoa korkeammalle.) Jos oletetaan, että rahoituskustannukset putoaisivat 7%:iin, niin osakekurssi saattaisi nousta jopa 50%:ia. Vastaavista syistä kumpuava kurssinousun potentiaali on muuten olemassa monilla muillakin aikanaan jo tuhoon tuomituilla yhtiöillä, mutta silti markkinat osaavat vain harvoin sitä arvostaa.

Yllä kuvatun lisäksi Rhodia on haastanut entisen emonsa Aventiksen oikeuteen vaatien 600 miljoonan euron korvauksia (eli parhaimmillaan 0,5 euroa tai +25% per osake) yhtiön perustamisvaiheessa siirrettyjen vanhojen vastuiden kattamiseksi.

Lisäksi yhtiö on investoimassa kahteen mainioon hiilidioksidipäästöjen vähentämiskohteeseen, Koreassa ja Brasiliassa, jotka täyteen mittaansa rakennettuna saattavat tuoda myyntikelpoisia päästöoikeuksia tulosvaikutukseltaan jopa yli 100 miljoonalla eurolla vuodessa. Riippuen siitä miten aggressiivinen haluaa olla, voi tämän aikaansaamaksi osakekohtaiseksi nousupotentiaaliksi laskea 0,5 euroksi tai jopa 1,5 euroksi.

Jos kaikki osuu kohdalleen voi osake siis vielä jopa tuplaantua – ja riski alaspäin on kuitenkin rajallinen. Mutta aika näyttää.

Erikoinen tapaus - mutta yleisiä piirteitä



Tapaus Rhodiassa on, kuten edellä mainitsin, useita osakemarkkinoiden erikoistilanteille tyypillisiä piirteitä. Muun muassa se, että siihen liittyy markkinamekanismeja, joilla voi olla huomattavakin taloudellinen merkitys, mutta joita ei yleisessä keskustelussa silti juurikaan käsitellä. Tarkoitin tällä kertaa erityisesti päästöjen vähentämiseen liittyvien investointien tulosvaikutusta päästöoikeuksien myynnin kautta.

On itseasiassa rohkaisevaa nähdä, että jotkut yhtiöt todella tekevät sellaisia investointeja, joita päästöoikeusjärjestelmän kehittäjät tarkoittivat – eivät siis vain sellaisia, joilla ne pääsevät hyötymään järjestelmän käynnistysvaiheen tehottomuudesta. Minusta on kaiken kaikkiaan yllättävää, miten monet yhtiöt ovat päässeet myymään varsinaiset tarpeensa ylittäviä päästöoikeuksia. ”Yliannoksia” onnistuttiin hankkimaan muun muassa jakoajankohdan päästöjen lioittelulla – EU tutkii parhaillaan näiden tapausten laajuutta ja laillisuutta – sekä esimerkiksi erään suomalaisen F:llä alkavan energiayhtiön tavoin eli vähentämällä tuotantoa kotimaassa ja lisäämällä tuontia.

Yhtiöt eivät jostain syystä ole tulosraporteissaan pahemmin kertoneet päästöoikeuksien myyntitulojen suuruutta. Ehkä juuri siksi, että tuotannon siirto pois kotimarkkinoilta on aina poliittisesti herkkä asia. Summat nimittäin ovat sitä luokkaa, että niiden piilottaminen yleisiin tuloslukuihin on itse asiassa jopa omalla tavallaan huomiota herättävää jo sinänsä. Helsingin Sanomien mukaan kyse olisi Fortumin kohdalla 28 miljoonasta eurosta ja Pohjolan Voimalla peräti 56 miljoonasta eurosta.

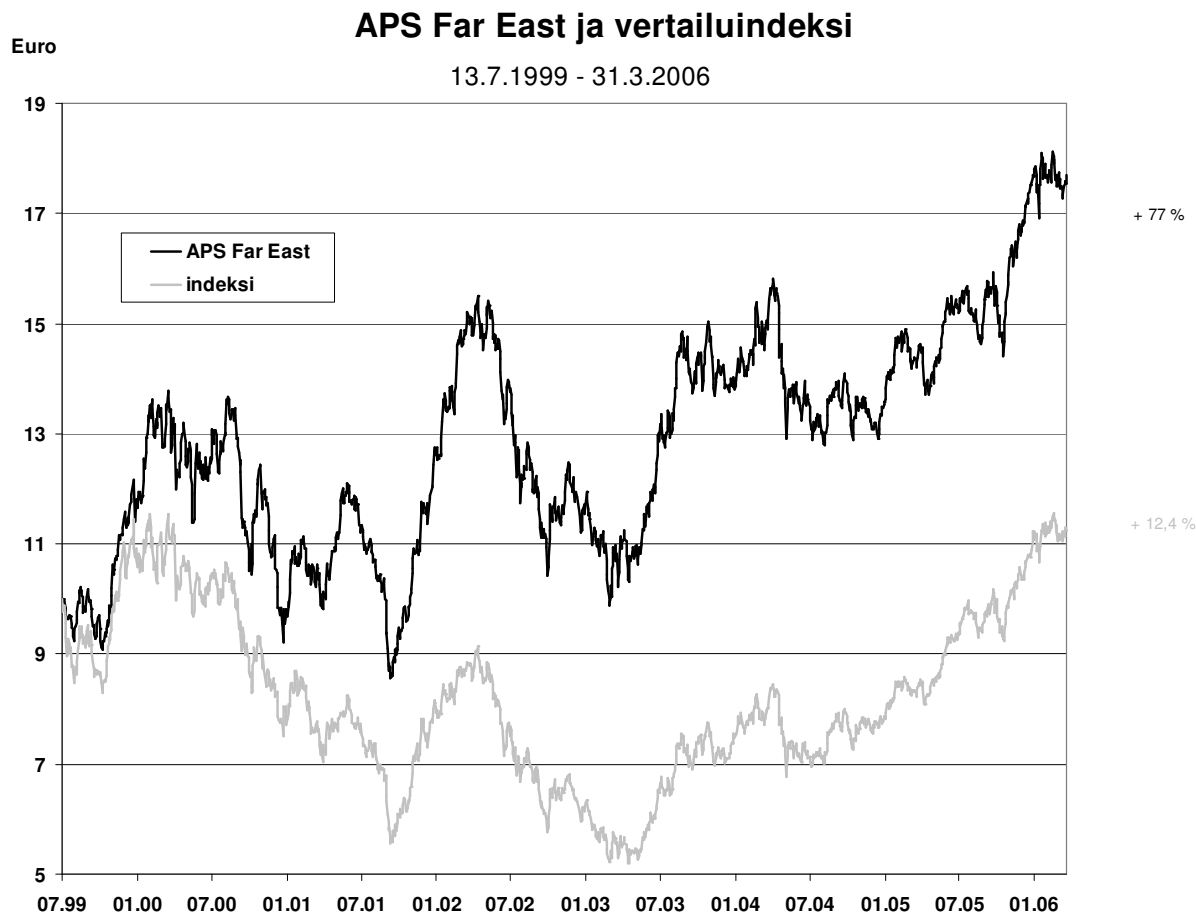
Jo nyt voidaan olla melko varmoja siitä, että monien yhtiöiden päästöoikeusannosta tullaan vähentämään, joissain tapauksissa voimakkaastikin, järjestelmän toisessa vaiheessa vuodesta 2008 eteenpäin. Tällä voi olla vaikutusta yhtiöiden tulokseen sekä siten, että ns. ylimääräisiä päästöoikeuksia ei enää päästä myymään ja joillekin jopa niin, että niitä pitää ostaa tai sitten tosiaankin investoida päästöjen vähentämiseen. Tämän poliittis-taloudellisen näytelmän kehittymistä kannattaa varmasti seurata muidenkin kuin erikoistilannesijoittajien.

Rhodian kohdalla ei kuitenkaan liene syytä huoleen. Mainitsemani tulosvaikutus on tulossa sekä ympäristön että siten myös päästöoikeusjärjestelmän tarkoituksen kannalta puhtailla investoinneilla. Siksi oikeuksien säilymisenkin pitäisi olla selvää.

Peter Seligson
peter.seligson@seligson.fi

APS FAR EAST
 31.3.2006

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Kaukoidän osakemarkkinoille.

**RAHASTON AVAINTIEDOT**

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitä
Rahaston koko (milj. euroa)	68,9
Vertailuindeksi	MSCI AC Far East Free ex-Japan
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 – 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika on alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	APS Asset Management

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,8 %	14,6 %	4,0 %	16,0 %
1 v	23,9 %	14,0 %	34,8 %	14,4 %
3 v	70,4 %	16,8 %	110,9 %	18,1 %
5 v	70,7 %	19,2 %	47,2 %	21,1 %
Aloituspäivästä	77,0 %	21,0 %	12,4 %	22,3 %
Aloituspäivästä p.a.	8,9 %		1,8 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	1,20 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,32 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,52 %
Salkun kiertonopeus	77,7 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	9,02 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2006)	0,41 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	Korean tasavalta	6,0 %
HON HAI PRECISION INDUSTRY	Taiwan	5,3 %
TEXWINCA HOLDINGS LTD.	Hongkong	5,0 %
KOOKMIN BANK	Korean tasavalta	4,5 %
HANA FINANCIAL GROUP	Korean tasavalta	4,5 %
KIA MOTORS CORPORATION	Korean tasavalta	4,4 %
KINGBOARD CHEMICALS HOLDINGS	Hongkong	3,8 %
WANT WANT HOLDINGS LTD	Singapore	3,4 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO BHD	Malesia	2,8 %
HANA MICROELECTRONICS-FOREIG	Thaimaa	2,6 %

 Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Markkinat ja rahaston kehitys

Osakemarkkinat kääntyivät helmikuun laskun jälkeen vuoden ensimmäisen neljänneksen loppupuolella jälleen ylöspäin. Suurin nousu nähtiin Euroopassa, mutta myös Aasian osakemarkkinoiden kehitys oli hyvä ja kvartaalin vaihtuessa oltiin korkeimmissä lukemissa viiteentoista vuoteen. Suurimmat nousut rahastomme toiminta-alueella nähtiin Indonesiassa.

Poikkeuksia myönteisestä yleistrendistä olivat Thaimaa ja Korea, joiden markkinat laskivat maaliskuussa. Thaimaassa mentiin alaspäin lähinnä poliittisen tilanteen epävakauden vuoksi ja Koreassa oletetaan laskun johtuneen kotimaisten sijoittajien kautta tulevan kysynnän laimentumisesta.

Rahaston arvo nousi vuosineljänneksen aikana 1,8% vertailuindeksin arvon noustessa 4%.

Singaporelainen Memtech International jatkoi hyvää nousuaan sijoittajien vakuuttuessa entistä enemmän siitä, että yhtiö onnistuu kääntämään liiketoimintansa kasvu-uralle vielä tämän vuoden aikana. Myös Chaoda Modern Agriculture ja Foxxconn Technology nousivat molemmat voimakkaasti myönteisten tulevaisuudenodotusten siivittäminä.

Taiwanilainen Pihsiang puolestaan hyppäsi maaliskuussa 35% teknologisen innovaation innostamana. Pihsiang pystyy julkistettujen tietojen mukaan kokonaan uudenlaista ja entistä tehokkaampaa akkua nyt tuottamaan teollisessa mittakaavassa. Pihsiangilla on merkittävää liiketoimintaa sekä akkujen että sähkökäyttöisten pienajoneuvojen valmistajana, joten uudet paremmat akut tukevat myös yhtiön muita osaluonteita.

Myös korealaiset pankkimme, Hana ja Kookmin, menestyivät hyvin. Markkinoilla oltiin aiemmin huolissaan siitä, että ne saattaisivat maksaa huimia summia tarjouskilpailussa amerikkalaisen Lone Starin osuudesta Korea Exchange Bankissa. Osoittautui kuitenkin, että Kookmin valittiin jatkoneuvotteluihin kohtuullisena pidettävän tarjouksen perusteella.

Huonommin menestyivät korealainen Samsung Fine Chemical sekä työkaluja valmistavat taiwanilainen Basso Industries ja singaporelainen Hi-P International. Samsung Fine Chemicalin kohdalla laskun todennäköinen syy on, että sitä suurella osuudella omistanut finanssisijoittaja päätti koteuttaa voittoa. Basson odotetaan joutuvan yhä kovemmalta kiinalaisten kilpailijoidensa taholta ja Hi-P:n kohdalla pelätään magnesiumkoteloiden valmistukseen tehtyjen investointien vievän tulospotentiaalia aiempaa odotettua pidempään.

Uusi sijoituksia

Taiwaniin tekemämme yritysvierailumatkan jälkeen päätimme tuoda salkkuun kaksi uutta sikäläistä yritystä eli Wistron Newebin ja Mitac Internationalin.

Wistron tuottaa muun muassa *dual mode* –matkapuhelimia, radiovastaanottimia nopeasti laajentuvalle Sirius –sateellittiradiolle ja niin sanottuja *low noise block* –vastaanottimia amerikkalaiselle Direct TV –sateellittitelevisiolle. Kaiken kaikkiaan uskomme Wistron olevan erittäin hyvässä asemassa markkinalla, jossa alalletulokynnys on korkea.

Mitacin liiketoiminta-alueita ovat muun muassa tietokoneiden valmistus ja GPS –laitteiden tuotanto. Mitac on jatkuvasti nostanut tuotteidensa jalostusarvoa ja on edennyt pelkästä kokoonpanotehtaasta yritykseksi, jolla on tällä hetkellä 700 ohjelmoijan joukko tuottamassa omaa GPS –laitteiden navigaatio-ohjelmistoa. Markkinat suhtautuvat kuitenkin Mitaciin kalseasti, koska samoilla markkinoilla on paljon yrittäjiä. Yhtiön arvostus on siten alhainen ja uskomme sen pystyvän kasvattamaan edelleen sekä myyntiään että marginaalejaan.

Uusi tulokas salkussa on myös korealainen Lotte Shopping. Sen on paikallinen tavaratalosektorin markkinajohtaja noin 40%:n osuudella, mikä on kaksi kertaa lähintä kilpailijaa enemmän. Uskomme tavaratalojen säilyttävän markkina-asemansa ja tuovan hyvää jatkuvaa kassavirtaa. Hiljattain aloitettu laajeneminen halpamyymäläpuolella tuo mukaan myös kaivattua kasvupotentiaalia.

APS:n sijoitusfilosofia

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

APS Asset Management

Nelipyöräinen sähköskootteri on taiwanilaisen Pihsiangin ykköstuote. Niiden markkinat kasvavat etenkin maissa, joissa varakkaita ikäihmisiä on yhä enemmän. Uudet entistä tehokkaammat akut parantanevat Pihsiangin kilpailukykyä entisestään.



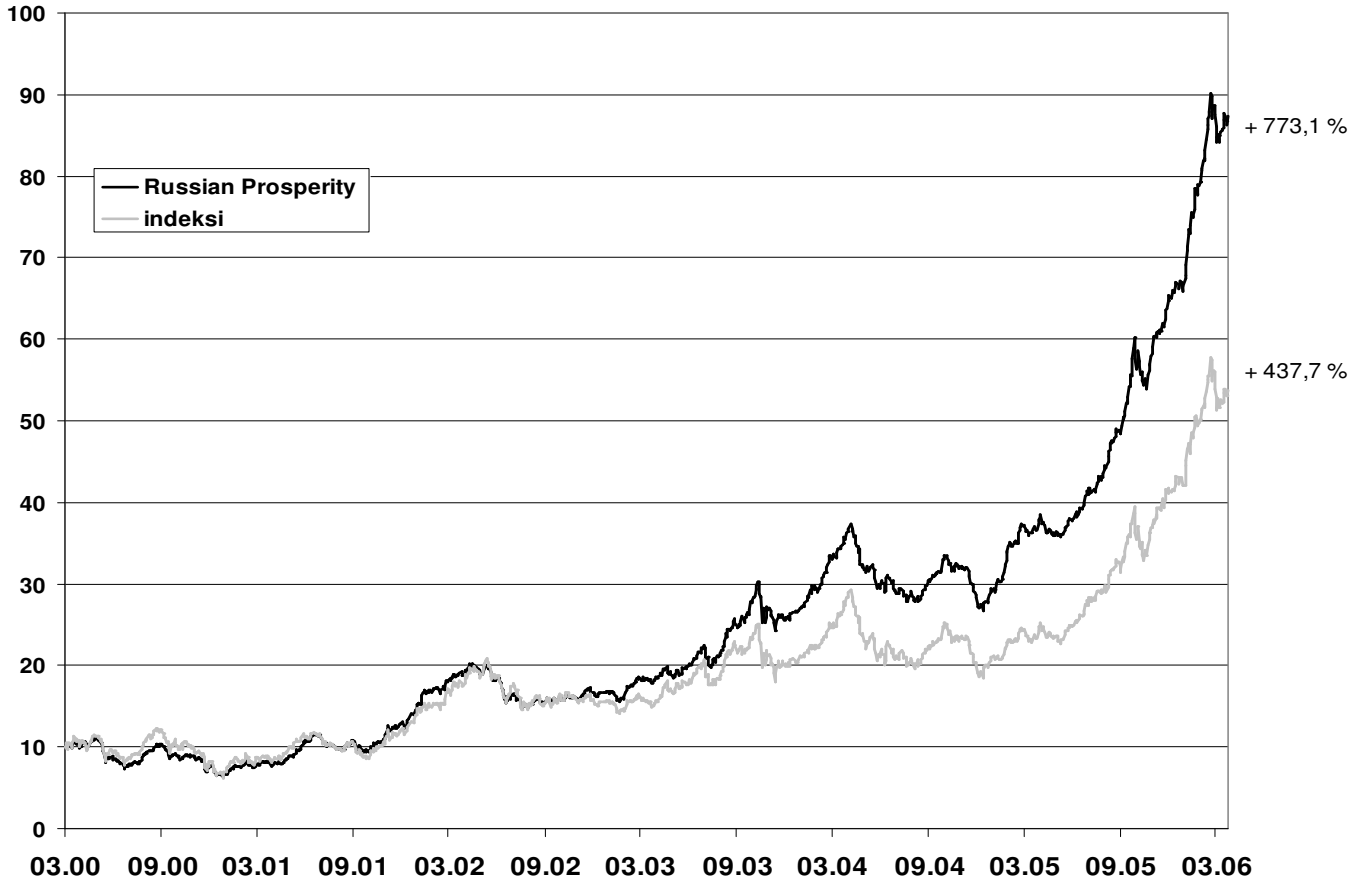
RUSSIAN PROSPERITY FUND EURO
31.3.2006

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille.

Russian Prosperity ja vertailuindeksi

Euro

8.3.2000 - 31.3.2006



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	176,9
Vertailuindeksi	RTS1 - Interfax
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Paikkit yhteensä (TER)	2,75 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	1,19 %
Kaupankäyntikulut**	1,15 %
Kokonaiskulut (TKA)	3,90 %
Salkun kiertonopeus	-16,17 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	12,16 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2006)	0,09 %

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	30,0 %	18,0 %	24,9 %	27,8 %
1 v	138,5 %	16,6 %	130,6 %	24,8 %
3 v	391,5 %	20,7 %	260,4 %	29,6 %
5 v	975,8 %	22,1 %	518,4 %	30,7 %
Aloituspäivästä	773,1 %	24,3 %	437,7 %	35,1 %
Aloituspäivästä p.a.	42,9 %		32,0 %	

* Huom! Hintaindeksi.

** Kaupankäyntikulut on arvio. Suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns. nettokauppana ilman eksplisiittisiä välityspalkkioita.

SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
SURGUTNEFTEGAZ-PFD \$US	Venäjä	9,6 %
LUKOIL-US\$	Venäjä	9,4 %
BASHNEFT- RTS PFD US\$	Venäjä	7,2 %
TNK BP HOLDING ORD US\$	Venäjä	5,5 %
UNIFIED ENERGY SYSTEM-\$US	Venäjä	4,9 %
WIMM-BILL-DANN FOODS-US\$	Venäjä	4,5 %
RITEK - \$US	Venäjä	4,5 %
TNK BP HOLDING PREF US\$	Venäjä	4,3 %
TATNEFT-PFD-\$US	Venäjä	3,8 %
PHARMACY CHAIN 36- \$ RTS BD	Venäjä	2,9 %

SALKUNHOITAJALTA

Vuosi 2006 alkoi Venäjällä vauhdikkaasti - kuten muillakin osakemarkkinoilla. Vaikka huima nousuvauhti hiipui maaliskuussa, kirjattiin rahastolle arvonnousua vuoden ensimmäisellä neljänneksellä peräti 30,0% (vertailuindeksi 24,9%). Maaliskuuisen osakemarkkinoiden rauhoittumisen syynä voitaneen pitää ulkoisia maailmantalouden tekijöitä kuten USAn koronnostoja sekä kehittyvien osakemarkkinoiden yleistä hengähdystaukoa erittäin vahvan alkuvuoden jälkeen.

Salkussa ei tehty alkuvuonna merkittäviä muutoksia ja energiasektori (öljy, kaasu, ja sähköntuotanto) kattaa siitä edelleen 65%.

Aikaisemmissa katsauksissa olemme korostaneet Venäjän vahvoja fundamentaalisia tekijöitä, kuten yksityistämisen ja yritysjärjestelyjen seurauksena tapahtuvaa yritystoiminnan tehostumista. Tämä kehitys jatkuu parhaillaan erityisesti sähkö- ja puhelin-yhtiöissä, joiden painot salkussa ovatkin vertailuindeksimme painoa suuremmat.

Tässä katsauksessa keskityimme muutamiin, mielestämme oleellisiin makrotaloustekijöihin.

Makrotalous vakaalla pohjalla

Venäjän talous jatkoi vahvaa kasvuaan vuonna 2005. Reaalikasvun arvioidaan olleen n. 6,4%. Vaikka poikkeuksellisen kylmät ilmat heikensivät alkuvuoden 2006 lukuja, niin ripeän talouskasvun uskotaan taas jatkuvan loppuvuodesta.

Hallituksen yhtenä merkittävimpänä saavutuksena ja tärkeänä makrotalouden vakauttajana voidaan pitää vuonna 2004 perustettua ”Stabilisaatorahastoa”. Rahastoimalla valtion poikkeuksellisen korkeasta öljynhinnasta johtuvia verotuloja ja muista raaka-ainevientituloista saatuja tuloja, hallitus on onnistunut välttämään suuria heilahteluja valtion budjetissa. Budjettiin luetaan mukaan alle n. USD 30 öljytynnyrihintaa vastaavat verotulot ja sitä ylittävän öljynhinnan ansiosta saadut verot ja muut tuotot rahastoidaan.

Rahaston koko on jo n. USD 56 miljardia eli Venäjän valtion eläkerahaston vuosibudjetin verran. Rahasto olisi vielä suurempi, mikäli valtio ei olisi päättänyt aikaistaa ulkomaisen velan takaisinmaksua. Vuonna 2005 ulkomaista velkaa lyhennettiin yli USD 25 miljardilla. Venäjän ulkomainen velka onkin nyt kehittyvälle taloudelle ennennäkemättömän alhaisella tasolla eli noin 10% BKT:sta.

Ulkomaiset investoinnit

Ehkä tärkein kehityskulku Venäjän talouden kannalta oli ulkomaisten suorien investointien vahva kasvu USD 16,7 miljardiin vuonna 2005 (luku on arvio, vuonna 2004 USD 12,1).

Venäjä on viimeinkin saavuttamassa muiden kehittyvien markkinoiden tason ja näiden investointien merkitys talouden moottorina lisääntyy. Yhtiöistä alkaa kilpailun lisääntyessä tulla tehokkaampia ja - mikä tärkeintä - teknologian ja tietotaidon siirrot Venäjälle lisääntyvät ulkomaisten sijoitusten myötä.

Ulkomaisten suorien sijoitusten virtaa Venäjälle on kiihdyttänyt markkinoiden kasvu, vakaampi taloustilanne, alhaisempi yritysverotus ja kaupan vapautuminen. Yrityskonsulttitoimisto AT Kearneyn tuoreen tutkimuksen mukaan vuonna 2005 maailman suurimmat yritykset arvostivat Venäjän houkuttelevuudeltaan sijoituskohteena jo sijaluvulle 6 (vuonna 2004 Venäjä oli 11).

Viranomaisten toimet suorien sijoitusten houkuttelemiseksi maahan jatkuvat. Lähiaikoina odotetaan mm. uudistuksia investointien kirjanpitoikäntöihin, erilaisia verohelpotuksia sekä armahduksia aikanaan maasta vietyjen varojen kotiuttamiseen. Yritykset käyttävät nyt vähemmän aikaa tuloksensa piilottamiseen ja alkavat käyttää vahvistuneita taseitaan liiketoimintansa kasvattamiseen.

Venäjän isännöisyys kesällä 2006 pidettävässä G8 maiden huippukokouksessa ja mahdollisesti vielä tänä vuonna hyväksyttävä jäsenyys Maailman kauppajärjestöön (WTO:hon) ovat omiaan lisäämään Venäjän kansainvälistä uskottavuutta ja teollisten sijoittajien luottamusta siihen.

Mahdollisia uhkatekijöitä

Presidentti Putinin hallinto on antanut ymmärtää, että puolustusteollisuuden lisäksi maan öljy- ja kaasuvaramot voisivat myös kuulua ns. strategiaan toimialoihin, joilla ulkomaisten toimijoiden osuutta tulisi rajoittaa.

Maapohja -nimisen lakiehdotuksen mukaan vain venäläiset yhtiöt saisivat harjoittaa etsintä- ja poraustoimintaa tietyillä strategisilla maantieteellisillä alueilla. Jää nähtäväksi, kuinka laajoista strategisista alueista on loppujen lopuksi kysymys ja kuinka puhtaan venäläisiä ko. yhtiöiden tulisi olla. Lakiehdotus on vielä pahasti keskeneräinen ja on hyvin epävarmaa tuleeko se voimaan kuluvan vuoden aikana. Ulkomaiset sijoitukset raaka-aineteollisuuteen ovat joka tapauksessa edelleen merkittävä pääoman lähde.

Inflaatio on myös yksi lähivuosien huolenaihe. Raaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat ovat kasvattaneet Venäjän vaihto- ja kauppataseiden ylijäämää ja keskuspankin pyrkimykset estää ruplan arvonnousua ovat kasvattaneet rahavarantoa. Kasvun jatkuessa vahvana sähkön, lämmön ja monien palveluiden hinnat ovat yhä useammin markkinaehtoisia. Kun rahaa on paljon liikkeellä ja hintoihin on muutenkin korotuspaineita, inflaation kurissapitäminen on haastava tehtävä.

Muut IVY maat

Rahasto jatkaa edelleen Venäjän lähialueiden tarjoamien sijoitusmahdollisuuksien seurantaa. Etenkin Ukraina ja myös Kazakhsstan ovat viimeaikoina olleet tarkemmassa seurannassa. Vaikka Ukraina on läpikäymässä samantyyppistä siirtymävaihetta kuin Venäjä, olemme sitä mieltä, että maan poliittinen tilanne ei anna mahdollisuuksia Venäjän kaltaisiin uudistuksiin.

Ukrainan talous USD 90 miljardin BKT:llään on noin 1/10 Venäjän koosta. Lähivuosien näkymät eivät myöskään ole kovin lupaavia, sillä vaikka vaalien tuloksena todennäköisesti syntyisi vakautta edistävä laaja ”oranssi” koalitionhallitus, ei kuluvan vuoden talouskasvun odoteta nousevan yli 2,5%:iin. Uudella pääministerillä tulee olemaan vaikea tehtävä saada koalition jäsenet kannattamaan laajoja uudistuksia ja yksityistämishjelman käynnistämistä uudelleen.

Ukraina ja Kazakhsstan ovat siis mielenkiintoisia IVY alueen markkinoita, mutta koska poliittiset ja omistusoikeuteen liittyvät tekijät hidastavat niiden pörssien laajentumista, emme usko löytävämme alueelta salkun kannalta merkittäviä sijoituskohteita aivan lähitulevaisuudessa.

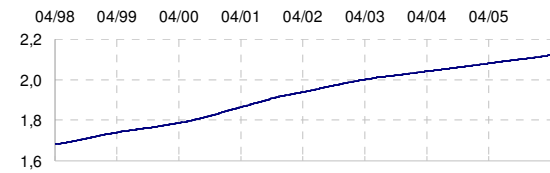
Sijoitusneuvoja Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,



Petri Rutanen, salkunhoitaja
petri.rutanen@seligson.fi

RAHAMARKKINARAHASTO AAA 31.3.2006

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	103,1
Vertailuindeksi	3 kk rahamarkkinaindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 %
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,5 %	0,1 %	0,6 %	0,1 %
1 v	2,0 %	0,1 %	2,2 %	0,1 %
3 v	6,0 %	0,1 %	6,9 %	0,1 %
5 v	13,7 %	0,1 %	15,4 %	0,2 %
Aloituspäivästä	26,1 %	0,1 %	29,2 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	2,9 %		3,3 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,20 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,02 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,22 %
Salkun kiertonopeus	148,91 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,26
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,05 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2006)	1,40 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

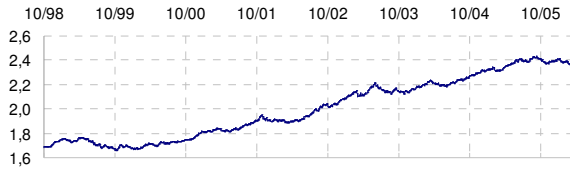
	Maa	Osuus rahastosta
Sijoitustodistus Depha Bank Plc 12.06.2006	Irlanti	9,7 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 02.05.2006	Suomi	7,7 %
Määräaikainen talletus Sampo 10.10.2006	Suomi	6,8 %
Yritystodistus Kuntarahoitus 17.07.2006	Suomi	6,7 %
Valtion obligaatio 5.00% 04.07.2007	Suomi	5,6 %
Euro Medium Term Note Societe Generale 08.12.2008	Ranska	4,9 %
Määräaikainen talletus Aktia 22.9.2006	Suomi	4,9 %
Yritystodistus Kuntarahoitus 10.04.2006	Suomi	4,8 %
Yritystodistus Kuntarahoitus 22.05.2006	Suomi	4,8 %
Sijoitustodistus OKO 01.06.2006	Suomi	4,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO

31.3.2006

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien lainojen indeksia.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	30,5
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,3 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	Ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-2,0 %	2,8 %	-1,9 %	2,9 %
1 v	1,2 %	2,7 %	1,6 %	3,1 %
3 v	10,8 %	3,3 %	13,2 %	3,4 %
5 v	28,1 %	3,5 %	31,2 %	3,5 %
Aloituspäivästä	40,0 %	3,4 %	44,0 %	3,5 %
Aloituspäivästä p.a.	4,6 %		5,0 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,31 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,34 %
Salkun kiertonopeus	31,44 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,8
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,48%
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2006)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

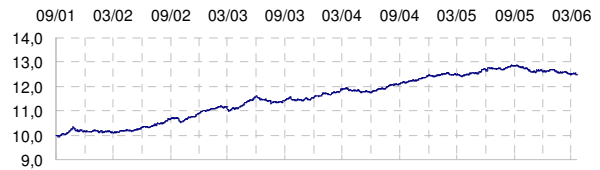
	Maa	Osuus rahastosta
Valtion obl. 4,25% 04.05.04 - 04.07.15	Suomi	22,1 %
Valtion obl. 5,375% 04.07.02-13	Suomi	20,3 %
Valtion obl. 5,75% 23.2.00-11	Suomi	18,0 %
Saksan Valtion Obl. 3,5% 4.1.2016	Saksa	12,8 %
Valtion obl. 5,00% 25.4.98-09	Suomi	6,9 %
Valtion obl. 2,75% 15.09.2010	Suomi	6,4 %
Valtion obl. 3,00 % 04.07.2008	Suomi	5,5 %
Saksan Valtion Obl. 5% 4.7.2011	Saksa	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND

31.3.2006

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksia.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	14,5
Vertailuindeksi	Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,4 %	2,3 %	-1,4 %	2,3 %
1 v	0,5 %	2,4 %	1,4 %	2,4 %
3 v	12,3 %	2,9 %	16,1 %	2,9 %
Aloituspäivästä	24,8 %	3,0 %	30,5 %	2,9 %
Aloituspäivästä p.a.	5,0 %		6,0 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,36 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,41 %
Salkun kiertonopeus	35,94 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 18 %, AA 18 %, A 25 %, BBB 39 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,5
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,67 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2006)	0,02 %

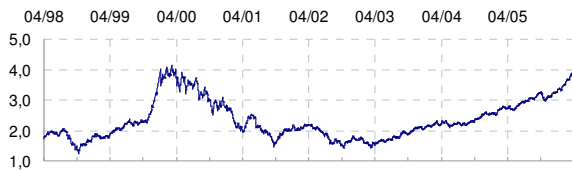
SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Valtion obl. 5,375% 04.07.02-13	Suomi	6,1 %
Valtion obl. 5,75% 23.2.00-11	Suomi	6,1 %
Bayer AG JVK 6,00%, 10.04.2012	Saksa	3,8 %
UPM-Kymmene JVK 6,125% 23.01.2012	Suomi	3,7 %
Gas Natural Finance JVK 6,125 % 10.02.2010	Espanja	3,7 %
Volvo treasury Ab JVK 5,375% 26.01.2010	Ruotsi	3,6 %
Telefonica Europe BV JVK 5,125 % 14.02.2013	Alankomaat	3,6 %
Fortum Oyj JVK 4,625 % 19.11.2010	Suomi	3,6 %
Carrefour SA JVK 4,375% 15.06.2011	Ranska	3,5 %
DEGUSSA AG JVK 5,125 % 10.12.2013	Saksa	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SELIGSON & CO SUOMI -INDEKSIRAHASTO
31.3.2006.

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomi -indeksirahasto seuraa Helsingin pörssin Benchmark -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	29,3
Vertailuindeksi	OMX Helsinki Benchmark Cap_GI
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	Ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	19,7 %	10,6 %	19,9 %	10,4 %
1 v	42,7 %	11,4 %	40,8 %	11,3 %
3 v	163,7 %	13,3 %	145,7 %	13,4 %
5 v	95,0 %	20,4 %	68,8 %	20,4 %
Aloituspäivästä	130,0 %	26,0 %	89,4 %	26,4 %
Aloituspäivästä p.a.	11,0 %		8,3 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,15 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,66 %
Salkun kiertonopeus	84,20 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,64 %
Lähipiirin omistussuus (31.3.2006)	0,26 %

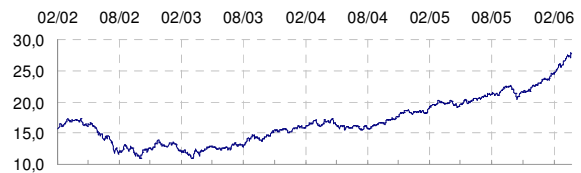
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,1 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,1 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	8,6 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,5 %
FORTUM OYJ	Suomi	5,1 %
METSO OYJ	Suomi	4,3 %
NESTE OIL OYJ	Suomi	3,9 %
SANOMAWSOY OYJ-B SHS	Suomi	3,2 %
YIT-YHTYMÄ OY	Suomi	3,0 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	3,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

OMXH25 -INDEKSIOSUUSRAHASTO
31.3.2006

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



OMXH25 -indeksiosuusrahasto seuraa OMXH25 -osakeindeksiä. Indeksiosuus on noteerattu arvopaperi, jolla voi käydä kauppaa arvopaperivälittäjän kautta.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	208,4
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,11 - 0,23 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

* Noteerattu Helsingin Pörsissä

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	20,5 %	10,9 %	17,8 %	11,3 %
1 v	39,7 %	11,8 %	38,8 %	11,8 %
3 v	143,4 %	13,7 %	144,9 %	13,7 %
Aloituspäivästä	76,8 %	17,2 %	73,1 %	17,1 %
Aloituspäivästä p.a.	14,7 %		14,2 %	

* Huom! Hintaindeksi. ** OMXH25-indeksiosuusrahaston tuottoluvuissa ei ole otettu huomioon rahastosta maksettua tuotto-osuutta. Tuotto-osuuskorjattu luku julkaistaan Internetissä www.seligson.fi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,20 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,13 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,33 %
Salkun kiertonopeus	62,61 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,22 %
Lähipiirin omistussuus (31.3.2006)	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

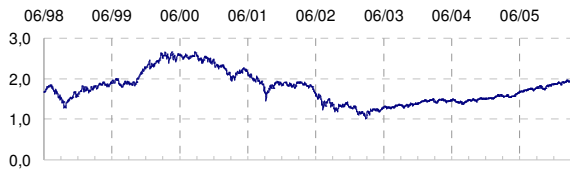
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	10,2 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,9 %
FORTUM OYJ	Suomi	9,7 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,3 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	8,2 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,6 %
METSO OYJ	Suomi	4,4 %
NESTE OIL OYJ	Suomi	4,0 %
KONE OYJ-B	Suomi	3,6 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA 50 –INDEKSIRAHASTO

31.3.2006

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	46,9
Vertailuindeksi	DJ STOXX 50
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,4 %	9,8 %	5,7 %	9,8 %
1 v	24,7 %	10,8 %	25,5 %	10,9 %
3 v	76,7 %	13,4 %	80,8 %	13,4 %
5 v	-5,0 %	23,0 %	0,5 %	23,0 %
Aloituspäivästä	16,8 %	23,2 %	27,7 %	23,5 %
Aloituspäivästä p.a.	2,0 %		3,2 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,58 %
Salkun kiertonopeus	47,82 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,27 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2006)	0,39 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
BP PLC	Iso-Britannia	6,3 %
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	5,1 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	4,2 %
TOTAL FINA ELF SA	Ranska	4,1 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	3,5 %
VODAFONE GROUP PLC	Iso-Britannia	3,4 %
ROYAL DUTCH SHELL PLC-A SHS	Iso-Britannia	3,3 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	3,2 %
UBS AG-REGISTERED	Sveitsi	2,9 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSSCHEIN	Sveitsi	2,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SELIGSON & CO JAPANI -INDEKSIRAHASTO

31.3.2006

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	49,5
Vertailuindeksi	TOPIX Core 30™
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,3 %	19,1 %	3,8 %	19,3 %
1 v	41,0 %	16,8 %	42,4 %	17,2 %
3 v	74,4 %	20,7 %	73,1 %	21,2 %
5 v	-20,3 %	24,1 %	-19,2 %	24,4 %
Aloituspäivästä	-51,0 %	25,2 %	-49,2 %	26,3 %
Aloituspäivästä p.a.	-10,8 %		-10,3 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,51 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,17 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,68 %
Salkun kiertonopeus	36,41 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,05 %
Lähipiirin omistusosuus (31.3.2006)	0,15 %

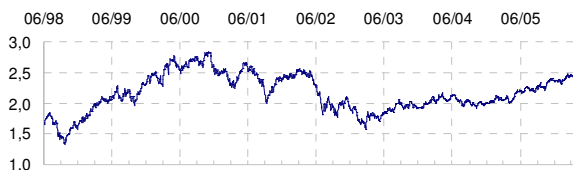
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL	Japani	11,6 %
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	11,4 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	7,3 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	5,2 %
CANON INC	Japani	4,2 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,0 %
MATSUSHITA ELECTRIC INDUST	Japani	3,6 %
TAKEDA CHEMICAL INDUSTRIES	Japani	3,5 %
SONY CORP	Japani	3,5 %
NOMURA HOLDINGS INC	Japani	3,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 BRANDS
31.3.2006

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	30,4
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary 50% MSCI Consumer Staples
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,6 %	10,1 %	2,0 %	9,7 %
1 v	16,1 %	11,1 %	17,2 %	10,9 %
3 v	37,6 %	13,2 %	45,9 %	12,7 %
5 v	3,6 %	18,2 %	-3,7 %	16,1 %
Aloituspäivästä	44,4 %	19,4 %	14,6 %	16,5 %
Aloituspäivästä p.a.	4,8 %		1,8 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,05 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,66%
Salkun kiertonopeus	14,92 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,88 %
Lähipiirin omistususuus (31.3.2006)	0,87 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
MCDONALD'S CORPORATION	Yhdysvallat	6,9 %
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	6,6 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	6,4 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	6,4 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	5,9 %
NOKIA OYJ	Suomi	4,2 %
NINTENDO CO LTD	Japani	4,2 %
SONY CORP-SPONSORED ADR	Japani	4,1 %
HERMES INTERNATIONAL	Ranska	3,8 %
GROUPE DANONE	Ranska	3,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS
31.3.2006

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	27,4
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Samuli Seppävuori

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,2 %	9,8 %	2,2 %	11,2 %
1 v	22,4 %	9,6 %	20,6 %	11,5 %
3 v	34,3 %	12,4 %	18,5 %	14,5 %
5 v	-16,6 %	16,0 %	-21,6 %	18,4 %
Aloituspäivästä	-3,3 %	17,0 %	-9,5 %	19,3 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,5 %		-1,6 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.4.2005 - 31.3.2006

Palkkiot yhteensä (TER)	0,61 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,16 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,77 %
Salkun kiertonopeus	29,68 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,85 %
Lähipiirin omistususuus (31.3.2006)	0,75 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SANOFI-SYNTHELABO SA	Ranska	7,0 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	6,6 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,5 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	6,5 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,4 %
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	Yhdysvallat	3,6 %
SCHERING-PLOUGH CORP	Yhdysvallat	3,5 %
DAIICHI SANKYO CO LTD	Japani	3,4 %
ALTANA AG	Saksa	3,4 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

Seiso tumput suorina!

”Tee jotain, älä siinä seiso tumput suorina”, on monessa tilanteessa hyvä ohje ja osoitus suomalaisen kasvatusperinteen toimintaorientoituneesta luonteesta. Sijoittamisessa se ei kuitenkaan useinkaan pidä paikkaansa.

Tätä kirjoittaessa ulkona sataa lunta, maa on valkoinen ja meri jäässä, vaikka kohta on huhtikuun puoliväli. Sää taitaa poiketa melkoisesti pitkän ajan keskiarvostaan. Kokemuksesta kuitenkin tiedän, että kevät tulee jossain vaiheessa eikä tumpuja enää pitkään tarvita.

Viime aikojen voimakkaat nousut eri markkinoilla vievät ajatukset kuitenkin väkisinkin siihen, pitäisikö salkun sisällölle tehdä jotain. Tämä koskee sekä henkilökohtaista salkkua, että vastuullani olevaa varainhoitorahasto Pharosta.

En pidä salkun sisällön muuttamisesta ennen muuta siksi, että se aiheuttaa kuluja. Varainhoitorahasto Pharoksessa otan näkemystä eri markkinoiden kehityksestä vain historiallisesti hyvin poikkeuksellisissa tilanteissa.

Viime aikoina esim. korkomarkkinoilla on vallinnut tilanne, jossa olen ottanut näkemystä tämän varallisuusluokan sisällä välttämällä pitkiä korkosijoituksia. Ajoittain salkku on toki hyvä myös tasapainottaa alkuperäisen sijoitussuunnitelman mukaiseksi, kuten nyt teimme osake- ja korkosijoitusten keskinäisessä jaossa. Näin varmistetaan, että emme harhaudu halutusta riskitasostamme ja tuottotavoitteestamme. Useimmiten riittää, kun tarkistan salkun muutaman kerran vuodessa. Hienosäätöön on useimmiten aihetta vain, jos jotkut sijoitukset ovat vahvojen kurssiliikkeiden takia suhteellisesti kasvaneet tai toisaalta jotkut kutistuneet liikaa. Jos edes silloinkaan – kokemus on osoittanut, että tilanne korjaantuu lähes aina itsestäänkin.

Kevätkärsimystä

On henkisesti yllättävän vaikeaa olla kärsivällinen ja pysyä alkuperäisessä sijoitussuunnitelmassa. Koska en voi itse vaikuttaa yksittäisten sijoitustemme tuottoon (paitsi kuluissa), käymällä kauppaa voin kuitenkin saada tunteen, että tilanne on tavalla tai toisella hallinnassa. Todellisuudessa käymällä paljon kauppaa joutuu helposti markkinoiden vedätettäväksi ja kiinnittää huomionsa pieniin lyhyen tähtäimen vaihteluihin ja suuret pitkällä aikavälillä oikeasti paljon merkitsevät – mutta vaikeammat – päätökset jäävät vähemmälle huomiolle. Pienikin aktiivisuus saattaa kuitenkin joskus tuntua paremmalta kuin olla tekemättä mitään.

Kevääseen liittyy paljon muitakin tunnetiloja: monet rakastuvat, toiset vaipuvat väsymykseen. Menestyksellisen sijoit-

tamisen esteinä ovat kuitenkin eritoten ahneus ja pelko, aivan kuten muinakin vuodenaikoina.

Houkutus juosta jo tapahtuneiden kurssinousujen perässä on joskus lähestulkoon sietämätön. Tekisi mieli myydä heikommin kehittyneitä sijoituksia ja satsata niihen, jotka näyttäisivät ilmiselvästi olevan nousussa. Jälkeenpäin olen kuitenkin usein huomannut, että olisin merkinnyt tai lunastanut juuri ennen kuin ko. markkinat aloittavat nousunsa tai laskunsa takaisin kohti pitkän aikavälin keskiarvoaan.

Kärsivällisyys maan perii

Toki on myös tilanteita, jolloin kannattaa kriittisesti arvioida yksittäisiä sijoituskohteita – esimerkiksi liian korkeita rahastojen kustannuksia kannattaa varoa aina. Työskenneltyäni sijoitusosalalla melkein neljännesvuosisadan, olen voinut omien havaintojeni kautta todeta sen, mitä myös alan tutkimukset osoittavat: se, joka yrittää arvailla eri markkinoiden lähitulevaisuuden käännteitä, harvemmin menestyy sijoittamisessa pitkällä tähtäimellä.

Toinen suomalainen sanonta kuuluu: ”Se parhaiten nauraa, joka viimeksi nauraa”. Näin myös sijoittamisessa: parhaiten pärjää loppujen lopuksi sijoittaja, jolla on kestävä sijoitussuunnitelma ja rohkeutta pysyä siinä.

Kuten passiivisuus usein muutenkin, on pitkäjänteinen sijoittaminen tylsää. Ja pitääkin olla! Jännitystä voi hakea muualta huomattavasti edullisemmin. Itse olen kantapään kautta oppinut, että usein kannattaa vain seistä tumput suorina.

Miellyttävää ja oikeissa asioissa aktiivista kevättä toivottaen,



Petri Rutanen
Salkunhoitaja,
varainhoitorahasto Pharos
petri.rutanen@seligson.fi



Kokenut salkunhoitaja kehottaa suuntaamaan kevätaktiivisuuden oikein sekä käyttämään kulloinkin käsillä olevaan tehtävään parhaiten taipuvia käsiä.

SELIGSON & CO

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

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

Pyrimme tuottamaan sijoituspalveluja, joiden lähtökohtana on aidosti asiakkaan etu: palveluja, jotka ovat helpompia ymmärtää ja joiden avulla asiakkaan saama pitkän aikavälin tuotto on mahdollisimman hyvä.

RAHASTOMME

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

Näiden lisäksi tarjoamme aktiivisesti hoidettuja rahastoja täydentämään riski-, toimiala- ja maantieteellistä hajautusta. Aktiiviset rahastomme sijoittavat alueille, joilla markkinoiden toiminta on vielä osin kehittymätöntä (Prosperity Russia, APS Far East) tai niiden sijoituspolitiikka noudattaa selvää tyyliä tai toiminta-ajatusta (Phoenix, Phoebus). Varainhoitorahasto Pharos voi kattaa koko sijoitussalkun.

YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

Monimutkaiset instrumentit ja runsas kaupankäynti arvopapereilla ovat tuotoksia välittäjille, mutta harvoin sijoittajille. Kun kaikki varainhoidossa käytetyt työkalut sopivat toisiinsa ja ovat riittävän yksinkertaisia, voidaan keskittyä oleelliseen. Kustannuksilla on merkitystä, yksinkertainen on tehokasta!



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

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

www.seligson.fi