

JÄÄHYVÄISET
PANKKIJÄRJESTELMÄLLE? (s. 4)

GLOBAL
PHARMA
PÄIVITETTY (s. 16)

10
TEESIÄ
VENÄJÄSTÄ (s. 25)

SELIGSON & CO

NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 3 / 2008



SELIGSON
& CO

Yksinkertainen on tehokasta.

SISÄLLYS

HYVÄSSÄ SEURASSA!.....	3
JÄÄHYVÄISET PANKKIJÄRJESTELMÄLLE?.....	4
TUNNUSLUKUJEN MÄÄRITELMIÄ.....	9
GLOBAL BRANDS PÄIVITETTY.....	16
KESTÄVÄN KEHITYKSEN LISÄARVOA.....	26
PIKKUJOUTUNNELMAA (SARJAKUVA).....	27
AKTIIVISET RAHASTOT	
Varainhoitorahasto Pharos	6
Phoenix	10
Phoebus	13
APS Far East	22
Russian Prosperity.....	24
KORKORAHASTOT	
Rahamarkkinarahasto AAA.....	17
Euro Obligaatio	17
Euro Corporate Bond	18
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
Suomi –indeksirahasto.....	18
OMXH25 –indeksiosuusrahasto.....	19
Eurooppa –indeksirahasto.....	19
Japani –indeksirahasto.....	20
Pohjois-Amerikka –indeksirahasto.....	20
Global Top 25 Brands	21
Global Top 25 Pharmaceuticals	21

Tämä katsaus julkaistaan neljännesvuosittain. Rahastoitamme julkaistaan myös **Yksinkertaistettu rahastoeseite**, joka sisältää mm. tarkemmat kuvaukset rahastoista, kunkin sijoituspolitiikasta sekä tietoa rahastoyhtiöstä.

Yksinkertaistettu rahastoeseite muodostaa yhdessä julkaisun **Rahastojen säännöt** kanssa **Virallisen Rahastoeseitteen**. Suosittelemme perehtymistä rahastoeseiteisiin ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Rahastojen **osavuosikatsaukset** (puolivuosittain) ja **vuosikerromukset** sisältävät mm. rahastojen tuloslaskelmat ja taseet.

Julkaisumme ovat saatavissa kotisivuiltamme www.seligson.fi (paitsi osavuosikatsaukset ja tilinpäätökset) sekä puhelimitse (09) 6817 8200 ja sähköpostilla info@seligson.fi sekä Tapiolan-yhtiöiden konttoreiden kautta.

Rapportering på svenska

Vi producerar denna fondöversikt enbart på finska. Alla nyckeluppgifter finns dock tillgängliga på svenska på vår webbplats, www.seligson.fi.

Förenklat fondprospekt och fondernas stadgar finns på svenska både på vår webbplats och som tryckta städer. 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 till info@seligson.fi.

***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.*

© Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj
ja Seligson & Co Oyj, 2008
Vastuullinen toimittaja: Ari Kaaro
Kuvitus: Jan Fagermä

NOPEAMMIN SÄHKÖISESTI Katsauksemme on luettavissa myös Internetin kautta (www.seligson.fi) aina jo siinä vaiheessa, kun tiedostoa vielä viimeistellään painokuntoon. Jos et halua painettua versiota laisinkaan, ole ystävällinen ja ilmoita sähköpostilla osoitteeseen info@seligson.fi – kiitos!

Uusi rahanpesulaki

Uusi laki rahanpesun ja terrorismin rahoittamisen estämisestä ja selvittämisestä (503/2008) tuli voimaan 1.8.2008. Lain tavoitteena on estää rahanpesua ja terrorismin rahoittamista kehittämällä rahoitusalaalla toimivien ja muiden lain soveltamisalaan kuuluvien yritysten asiakkaan tuntemiseen ja riskienhallintaan liittyviä menettelytapoja. Rahoitustarkastus on ilmoittanut täsmentävänsä lain tulkintaa vuoden loppuun mennessä.

Lain johdosta olemme tehneet joitain täsmennyksiä asiakassopimukseen ja sen ehtoihin. Täsmennykset koskevat asiakkaan tuntemiseksi pyydettyjä tietoja sekä asiakkaan velvollisuutta toimittaa yhteys- tai muissa tiedoissaan tapahtuneista muutoksista tietä Rahastoyhtiölle. Täsmennykset eivät ainakaan toistaiseksi edellytä mitään toimenpiteitä olemassa olevilta asiakkailtamme.

Ajantasaiset asiakassopimuksen ehdot löytyvät Oma salkku –palvelusta, [www-sivuiltamme](http://www.seligson.fi) ja ne voi pyytää myös asiakaspalvelustamme. Allekirjoittanut vastaa mielellään mahdollisiin lisäkysymyksiin.

HYVÄSSÄ SEURASSA!

Syksyn synkkien uutisten keskellä on ollut hieno huomata, että pääosalla asiakkaistamme näyttää olevan kaikki hyvin. Kun sijoitussuunnitelmaan mietitty riskitaso – ja sitä kautta salkussa oleva valikoima rahastoja ja muita arvopapereita – vastaa omia tarpeita hyvin, ei aihetta paniikkiin ei ole.

Asiakkaissamme on myös suuri joukko säännöllisesti säästäviä, joiden tavoitteet ovat pitkällä tulevaisuudessa. Heille kurssien lasku on tietenkin ollut pelkästään hyväksi: samalla rahalla saa isompia osuuksia varsinaisina sijoituskohteina olevista yhtiöistä, niiden liiketoiminnan tulevista tuotoista.

Rahastoihimme on tullut monia uusiakin asiakkaita ja toimialan sisällä usein tarkasteltu tunnusluku ”nettovirta” (eli rahastojen merkinnät miinus lunastukset) on kehittynyt vuoden kuluessa merkittävän positiivisesti. Erityisen mukavaa on, että olemassa olevien asiakkaiden suositukset ovat edelleen yleistyvää peruste sille, miksi valinta varainhoito- tai rahastopalvelujen tarjoajasta osuu juuri meihin. Kiitos!

Rahoitusmarkkinoiden sekava tilanne on toki antanut aihetta huoleen, jos on ollut todellisiin tavoitteisiin nähden liian suuri osakeallokaatio tai salkussa liian suuri paino yksittäisillä miinuksella menneillä rahastoilla. Tilannetta on vaikeaa korjata enää siinä vaiheessa, kun arvostustasojen lasku on jo tapahtunut. Malti on kuitenkin valttia: pitkäjänteistä suunnitelmaa kannattaa varmasti ryhtyä miettimään uusiksi heti kun huomaa tarpeita muutoksiin, mutta itse arvopapeita tuskin on järkevää myydä pakokauhun painaessa markkinoita.

Me pyrimme parhaamme mukaan auttamaan suunnittelussa sekä jakamalla mahdollisimman oikeaa tietoa sijoitusmarkkinoiden toiminnasta yleensä ja erityisesti vastaamalla mahdollisimman suoraan ja nopeasti asiakkaidemme kysymyksiin sekä henkilökohtaisesti että www-sivujemme blogi- ja kysymyspalstojen kautta.

Enemmän kuin tuhat sanaa...

Avoimen ja asiallisen kommunikaation aasinsilta pääsemme allekirjoittaneelle perin vaikeaan aiheeseen: tämän katsauksen kansikuvaan. Käytyäni läpi yllä mainitut finanssikriisin keskellä myömiämieltä herättävät seikat päädyin ehdottamaan mainiolle piirtäjällemme Jan Fagermäisille, että tunnuspossumme taidokkaasti lainelautailisi kaatuvien kolikkokasojen välistä. Näin syntyi viereisistä kuvista ylempi – ja kyllä harmitti!

Vasta kuvan nähdessäni ymmärsin missä oli mennyt perusteellisesti pieleen. Syy siihen, että asiakkaamme näyttävät voivan kriisin keskellä keskimääräistä paremmin ei ole ylivoimaisessa kyvyssämme surffailla markkinoiden hetken hyökyäalloilla. Sadoista sijoitusrahastoista aina joku pärjää huomattavasti paremmin kuin markkinat keskimäärin, mutta sijoittajan on lähes mahdotonta tietää etukäteen mitkä. Vaikka puolueeton akateeminen tutkimus kerta toisensa jälkeen



toteaa, että selitys tietyn aikavälin tähtisuorituksiin löytyy enemmän tuurista kuin taidosta, niin toimialamme tehtaalle jatkuvasti viestintää, jossa lyhytaikainen menestyminen nostetaan osoitukseksi tulevaa takaavasta taitotasosta.

Monet sijoittaja-asiakkaistamme ovat kuitenkin erinomaisen kaukonäköisesti rakentaneet itselleen sijoitussalkun, jonka kanssa ei tarvitse hermoilla, vaikka laineet lyövät korkeina ja rannat näyttävät jyrkiltä ja karikkoisilta.

Jos meillä ylipäätään on osuutta asiaan, niin se löytyy tuotevalikoimasta. Rakenteeltaan yksinkertaisia rahastoja on helppo käyttää suoraviivaisen ja kauttaaltaan läpinäkyvän salkun käytännön toteutuksen työkaluina. Reippaista riu’uista voi vaivatta koota turvallisen kodan - ja ehkä kutsua sinne suojaan myös kaverin, jonka tyvenellä komeamalta näyttävää muovitelmaa tuuli nyt riepottelee. Näistä ajatuksista syntyi vihdoin kanteen uusi oikealta tuntuva kuva.



Ari Kaaro

Ari Kaaro
ari.kaaro@seligson.fi

JÄÄHYVÄISET PANKKIJÄRJESTELMÄLLE?

Arvopaperimarkkinoiden myllerrystä on viime viikoina toistuvasti verrattu vuoden 1929 suureen romahdukseen ja sen vaikutuksia romahdusta seuraneeseen Suureen Lamaan. Ajat ovat toiset, mutta silti on hyvä miettiä mitä itse kukin voi oppia historiasta ja nyt markkinaa järjestyttävistä tapahtumista.

Suuren romahduksen vuonna ensimmäisen merkittävän romaaninsa ”Jäähyväiset aseille” julkaissut nobelisti *Ernst Hemingway* tokaisi, että kaikki oikeasti haitallinen alkaa viattomasti.

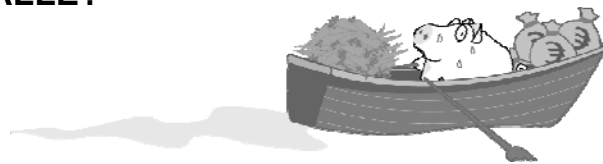
Myös nykykriisin alkulähteiltä löytyy hyviä pyrkimyksiä. Etenkin Yhdysvaltain keskuspankki piti rahan hintaa alhaisena, minkä vaikutus ennen kriisiä koettiin ennen muuta nopean talouskasvun periodina. Toisaalta rahoitusmarkkinoiden loputon kekseliäisyys vei alun perin järkeviin suojaus- ja riskinhallintatarkoituksiin kehitellyt instrumentit pikku hiljaa kohti käsittämätöntä kompleksisuutta. Ne ja niiden markkinat alkoivat elää kokonaan omaa elämäänsä, kun rahoitus tuotteiden ominaisuuksien ja riskien hahmottaminen perinteisin mallein ja menetelmin kävi yhä vaikeammaksi.

Suurta Romahdusta tutkinut ekonomisti *John Kenneth Galbraith* listasi viisi pääsyytä 1929 paniikkiin johtaneen kuplan syntyyn. Muutamat näistä vaikuttavat tutuilta: ”uuden mallisten sijoitusyhtiöiden ja sijoitusrakenteiden riippuvuus runsaan velkavivun käytöstä” ja ”pankkijärjestelmän dominoefektille altis rakenne”. Vielä kolmaskin samankaltaisuus saanee kellot soimaan ainakin joidenkin nykytarkkailijoidenkin mielissä, nimittäin ”poliittisten päättäjien kansantaloudellisen ymmärryksen puute”.

Yksikään markkina ei ole saari

Olen ihmetellyt nyt vyöryvien tapahtumien alkumetreiltä lähtien (ks. katsauksemme 1/2006) kuinka kriisin eskaloituminen nykyisillä kiinteästi toisiinsa liittyneillä rahoitusmarkkinoilla voisi jättää jonkin maan tai varsinkaan arvopaperimarkkinan ”rauhan saarekkeeksi”. Vielä kaksi vuotta sen jälkeen kun ongelmat alkoivat nousta pintaan, on kuullut syvällä rintaäänellä lausuttuja näkemyksiä, joiden tiivistetty sanoma on: ”Suomi ei ole vaikeuksissa ja matalasuhdanne ei meitä uhkaa”. Tässä ei ole oleellista se, että ovatko Puhuvat Päät oikeassa vai väärässä, vaan se, että kukaan ei voi oikeasti tietää kuinka syvälle talous sukeltaa tai mitä reittiä murroksesta taas selvittää.

Keskuspankkien ja muiden viranomaisten ensisijaisena tavoitteena näyttäisi olevan pankkien eristäminen ja suojaaminen ongelmajätteeksi muuttuneista korkoinstrumenteista ja palauttaa kaiken perusta eli *asiakkaiden usko*



pankkijärjestelmän toimintaan. Rauhoittelevien puheenvuorojen tarkoituksena ei siis ole ”oikea” ennustaminen vaan sijoittajien ja kuluttajien horjuvan luottamuksen ylläpito.

Kriisin ensimmäiset kauaskantoisetkin vaikutukset ovat jo nähtävissä: keskuspankit ja markkinavalvojat rustaavat arvopaperimarkkinoille uusia tiukempia pelisääntöjä. Lisääntyvän sääntelyn johtotähtenä vaikuttaa olevan pyrkimys päästä pysyvästi eroon velkavivun ylenpalttista käytöstä ja ennen kaikkea sen piilottelusta. Jos tuloksena syntyy oikeasti läpinäkyvämmät rahoitusmarkkinat, on saatu aikaan jotain arvokasta.

Arvostus ja usko

Pankkeihin *kohdistuvaa* epäluottamusta edeltää tyypillisesti pankkien *välinen* epäluottamus. Yksi tapa kuvata sitä löytyy viereisen sivun graafista eli pankkien keskinäisen luotonannon korkotasojen kehityksestä.

Pankkien välisestä luottamuspulasta syntynyttä kansainlaisten epäluuloa niiden vakautta kohtaan on pyritty torjumaan nostamalla talletussuojaa. Tämä toimii niin kauan kuin on jäljellä usko valtion kykyyn hoitaa mahdollinen ”pitkä piikki”. Islannissa tätä uskoa koetellaan jo melko tavalla.

Uskon vahvistamiseen liittyvät myös nopeasti voimistuneet vaatimukset luopua markkina-arvojen käytöstä pankkien tase-erien arvostuksessa, vaikka tuoreen pankkeja sääntelevän *Basel II* -ohjeistuksen peruseriaatteita on sijoitusomaisuuden arvostaminen käypiin markkina-arvoihin. Pankeille annettaisiinkin taas mahdollisuus käyttää muita ”objektiivisia” markkina-arvoista poikkeavia arvostuskriteereitä. Esimerkiksi sana ”Enron” tuntuu jo häipyneen poliitikkojen ja muutamien muidenkin aktiivisen työmuistin kantomatkan ulkopuolella.

Lähihistoriaa tarkastelemalla voidaan päätellä, että iso osa länsimaisista pankeista olisi mitä luultavimmin ollut nykyisten vakavaraisuusvaatimusten mukaan vararikossa suurimman osan 80- ja alun 90-lukua. Nyt näyttää, että osa vanhoista säännöistä tekee paluuta. Lienee liian varhaista arvioida onko kyseessä hapuilu paniikissa vai perusteltu pragmatismi.

Toiminta ja liikehdintä

Tyypillinen esimerkki sellaisesta valvonnan kiristymisestä, jolla markkinan toimintaa selvästi rajoitetaan, on lyhyeksimyynnin kieltö. Mahdollisuus myydä osakkeita, joita ei omista, mutta joiden arvon uskoo laskevan on varsinkin USA:ssa ajateltu osaksi sijoittajien perusoikeuksia.

Lyhyeksimyyntiä on pidetty tärkeänä markkinoiden tehokkuuden kannalta: lisäävän likviditeettiä ja hoitavan osan yhtiöiden ”kunnollisuuden” valvonnasta. Ilman lyhyeksi myyjä esimerkiksi Enronin valheellinen tarina olisi mitä todennäköisimmin saanut jatkoa pidempään. Johdannaismarkkinoiden toiminnalle lyhyeksimyynti on lähes välttämätöntä. Sujuvien johdannaismarkkinoiden puolestaan katsotaan olevan merkittävässä roolissa sijoittajien riskienhallinnassa ja suojauksessa.

Iso-Britannian viranomaiset ehtivät ensimmäisenä ”suojelamaan” Lontoon Cityn pankkiosakkeita lyhyeksimyynnin spekulatiolta. USA seurasi pian perässä määräten 800 rahoitusalan osaketta määräaikaiseen lyhyeksimyntikieltoon. Tätä kirjoitettaessa on kiellolle annettu jo ensimmäinen jatkoaika. Myös monet muut markkinat ovat rajoittaneet tai kokonaan kieltäneet lyhyeksimyynnin.

Kuin kohtalon ivaa on, että suurehkoista osasta markkinoiden lyhyeksimyynnistä ovat tavalla tai toisella hyötynneet tai jopa vastanneet samaiset rahoitusalan yhtiöt, joiden osakkeiden pudotusta on kiellolla nyt pyritty hidastamaan.

Lyhyeksimyynnillä voi toki reippaasti spekuloida, mutta se ei tee siitä sinänsä tuomittavaa (vaikka lyhyiden positioiden parempi läpinäkyvyys olisikin suotavaa). Jotta markkinoiden toimintaan liittyvä logiikka pitäisi kutinsa pitäisi poliitikkojen kieltää myös velkarahan käyttäminen sijoittamisessa. Sitä odotellessa voi muistella esimerkiksi Hemingwayn huomiota siitä, että pelkkää liikehdintää ei tule sekoittaa todellisiin toimenpiteisiin.

Kenelle kellot soivat?

Poikkeavat olosuhteet voivat johtaa sijoittamiseen normaalistakin kuuluvien riskien yhtäaikaiseen realisoitumiseen, paljastaen myös sijoittajien huomaamattaan ottamia riskejä. Aiemmasta oppiminen olisi helpompaa, jos alan tilastot eivät kärsisi kroonisesta henkiinjäämisharhaksi (*survivorship bias*) kutsutusta ilmiöstä.

Koska kehnosti menestyneitä rahastoja on vaikea markkinoida, yhdistetään ne usein sellaisiin rahastoihin, joiden menestys on ollut parempi. Näin koko rahastoavaruuden tilastot näyttävät todellista paremmilta. Henkiinjäämisharha kaunistelee keskimääräisiä vuositulottoja tavallisten sijoitusrahastojen ryhmän osalta lähes prosentilla ja hedgerahastoilla lähes kahdella prosentilla vuodessa.

Suomessa on viime aikoina fuusioitu mm. markkinoinnissa luoduista mielikuvista pahasti jälkeenjääneitä lyhyen koron rahastoja ja joukko osakerahastoja. Niiden synkät luvut eivät siten jatkossa rumenna tilastoja. Tämä luo pohjaa sille, että taas tulevaisuudessakin houkutellessa sijoittajia tuotteilla, joiden riskeistä ja toimintalogiikasta ei aina saa täyttä kuvaa ilman merkittävää vaivannäköä.

Joka tapauksessa tämäkin turbulenssi muistuttaa taas kerran siitä, että vain riittävän yksinkertaisilla ja läpinäkyvillä sijoitustuotteilla voi luotettavasti rakentaa salkun, jonka todelliset ominaisuudet on helppo hahmottaa markkinatilanteesta riippumatta.

Kustannustehokkaita passiivisia sijoitusrahastoja voi mainiosti verrata Ernst Hemingwayn omaan kuvaukseen hänen kirjallisesta tyylistään:

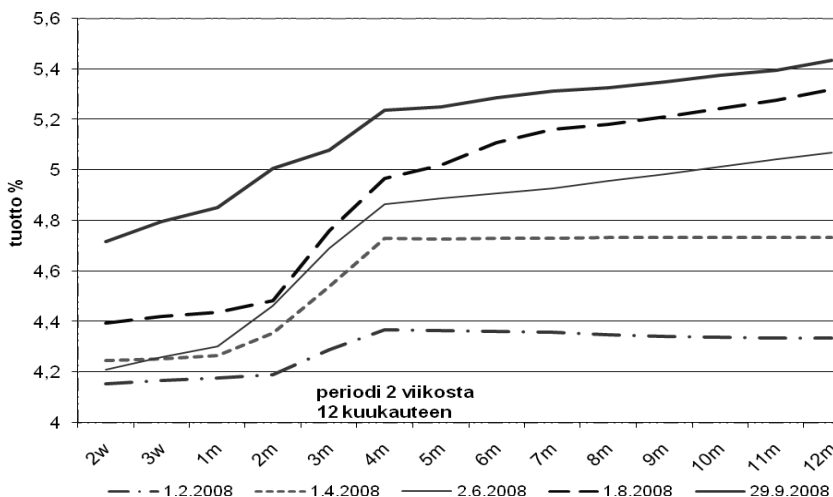
*“The sea is the sea. The old man is an old man.
The boy is a boy and the fish is a fish.
The sharks are all sharks, no better and no worse.”**

Yksinkertainen on tehokasta!



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

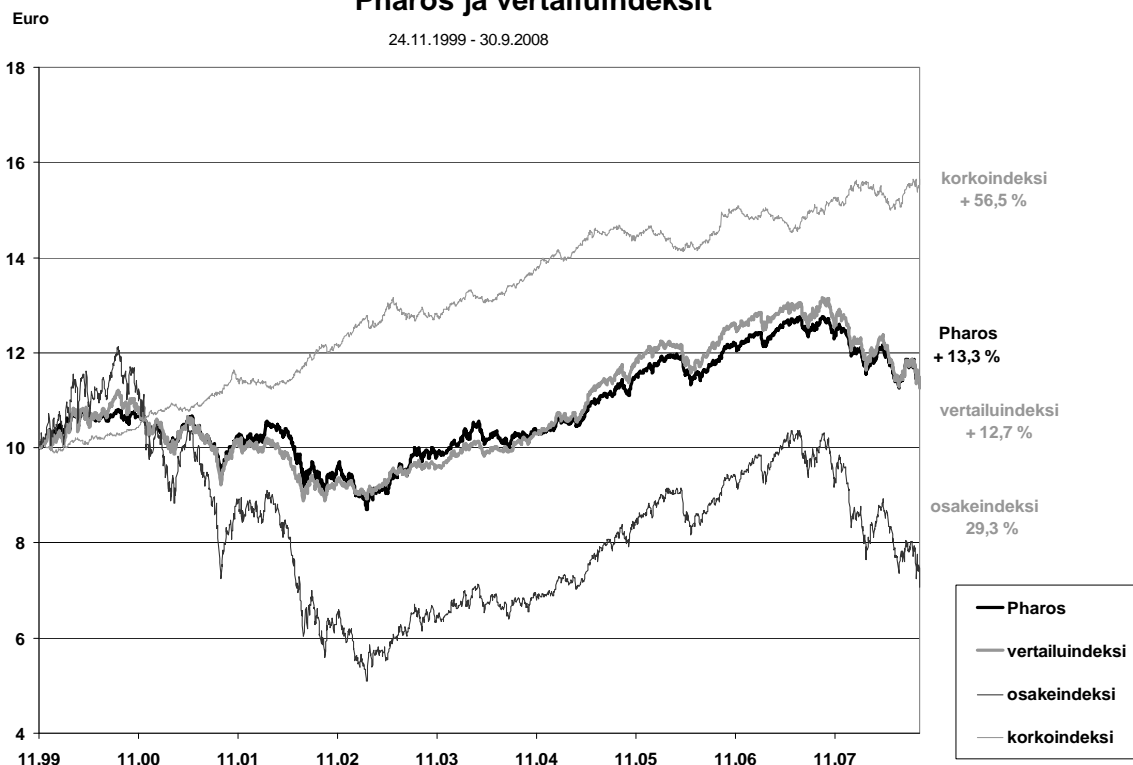
* ”Meri on meri. Vanha mies on vanha mies.
Poika on poika ja kala on kala. Ja hait ovat kaikki haita, eivät sen parempia tai pahempia.”



Pankkien välisen epäluottamuksen määrää voidaan mitata monin tavoin. Vasemmalla joidenkin Euribor -korjojen nousu vuoden alusta. Euribor (*Euro Interbank Offered Rate*) on päivittäin julkaistava viitekorko, jolla pankit tarjoutuvat *vakuudettomasti* lainaamaan varoja toisille pankeille euromääräisillä rahamarkkinoilla.

Varainhoitorahasto, joka sijoittaa osake- ja korkomarkkinoille.

Pharos ja vertailuindeksit



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	5,6
Vertailuindeksi	Korot: EFFAS Bond Indices EuroGovtAll (50 %) Osakkeet / maailma: MSCI AC World NDR (35 %) Osakkeet / Eurooppa: STOXX 50 NDR (15 %)
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % + enintään 0,85 % p.a.*
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; 0,5 %, jos alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,01 %	8,83 %	-2,55 %	10,81 %
Vuoden alusta	-9,07 %	7,24 %	-11,52 %	8,96 %
1 v	-10,27 %	6,69 %	-13,00 %	8,44 %
3 v	-0,20 %	5,27 %	-3,80 %	6,48 %
5 v	16,13 %	5,19 %	18,03 %	5,76 %
Aloituspäivästä	13,34 %	6,52 %	12,66 %	7,30 %
Aloituspäivästä p.a.	1,42 %		1,35 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT / VIITTEET

* Sisältää myös kohderahastojen palkkiot

** Pharoksen kohdalla kiertonopeusluku ei sisällä kohderahastojen lukuja eikä määräajoin uusittavia sijoitustodistuksia, talletuksia tai rahamarkkinarahastosijoituksia. Em. rahamarkkinavälinekauppojen kanssa kiertonopeusluku on 101,0 %.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,66 % *
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	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	23,04 % **
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,13 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	3,52 %

SUURIMMAT OMISTUKSET	Osuus rahastosta	Allokaatio
S&Co Eurooppa -indeksirahasto	14,3 %	Osakesijoitukset yhteensä 47,2 %
S&Co Pohjois-Amerikka -indeksirahasto	9,0 %	
S&Co Global Top 25 Brands	5,3 %	
S&Co Phoebus	2,9 %	
S&Co Global Top 25 Pharmaceuticals	2,8 %	Korkosijoitukset yhteensä 52,8 % (duraatio 4,7 v)
Nasdaq 100 -indeksiosuus	2,6 %	
CIF Asia Ex-Japan Equity Fund	2,0 %	
S&Co Japani -indeksirahasto	2,0 %	
S&Co APS Far East	1,9 %	
CI Emerging Markets	1,7 %	
S&Co Russian Prosperity	1,4 %	
APS Japan Growth	1,3 %	
Pitkät korkosijoitukset	38,1 %	
Lyhyet korkosijoitukset	14,7 %	

SALKUNHOITAJALTA

Rahoituskriisin purkaminen on osoittautunut vaikeaksi. Keskikesällä osakekurssit yrittivät jo nousuun, mutta toistaiseksi se jäikin vain yritykseksi.

Pharoksen arvo laski vuosineljänneksin aikana prosentilla ja vuoden alusta laskua on kertynyt 9 %. Olemme kuitenkin pärjänneet paremmin kuin vertailuindeksimme (-11,5%) sekä vuoden alusta että rahaston aloituspäivästä.

Osakesijoitustemme vertailuindeksi on laskennut vuoden alusta peräti 26 %, josta vuoden kolmannella neljänneksellä laskua tuli 10 %. Korkosijoituksemme onneksi lievensivät tuskaa. Tuototomme pysyttelee jatkossakin mitä todennäköisimmin osake- ja korkomarkkinoiden välimaastossa.

Pharoksen sijoituskohteena olevien rahastojen juoksevat kulut ovat nyt 0,31% vuodessa ja kokonaiskulumme edelleen yhdistelmärahastojen ryhmässä markkinoiden edullisimmat. Tuottosidonnaista palkkiota ei rahastosta peritä, vaikka vertailuindeksi onkin voitettu, koska rahaston sääntöjen mukaan tuottosidonnainen palkkio vaatii indeksilyityksen lisäksi positiivista nominaalituottoa.

Osakesijoitustemme suurimmasta pudotuksesta vuosineljänneksen aikana (-40 %) vastasi sijoituksemme Venäjälle. Sen osuus on kuitenkin sijoitussuunnitelmamme mukaisesti vähäinen 2,9 % - vaikka olenkin juuri lisännyt sitä. Vähän pidemmällä tähtäimellä, viidessä vuodessa, Venäjä on edelleen parhaiten tuottanut sijoituksemme (+88%). Jo vuosia poikkeuksellisen hyviä tuottoja tarjonneet kehittyvät markkinat ovat muutenkin tämän mylerryksen suurimpia pudottajia.

Hyvä hajautus, osoitti jälleen kerran toimivuutensa. Syvän kesän osakemarkkinoille mahtui myös positiivisia lukuja: Global Brands (+6 %) ja Global Pharma (+7 %).

Salkkumme korkosijoitukset ovat edelleen duraatioiltaan vertailuindeksiämme hieman lyhyempiä. Olen pikkuhiljaa nostanut duraatiota vuoden alun 1,6 vuodesta nykyiseen 4,7 vuoteen. Olemme kuitenkin edelleen alle vertailuindeksimme 6 vuoden tason.

Osakekurssien laskiessa olen pikkuhiljaa nostanut osakepainoamme. Vuoden vaihteessa se oli 40 %, maaliskuun lopussa 44% ja kesäkuun lopussa 46 % ja tätä kirjoitettaessa 47 %. Osakekurssit ovat tänä aikana laskeneet n. kolmanneksen.

Aloitimme osakepainomme noston hieman liian aikaisin. Toimiva kristallipallo olisi taas ollut ollut taustapeiliä tarpeellisempi, en vain edelleenkin tiedä mistä niitä saa.

En varmaankaan onnistu ajoittamaan uusia osakesijoituksiamme aivan alimpiin pohjahintoihin, mutta jos osakekurssit jatkavat laskuaan jatkan ostoja maltillisesti. Kurssit kääntyvät taas jossain vaiheessa nousuun, en vain tiedä milloin.

Sijoituspolitiikkaamme kuuluu ottaa osakkeiden ja korkojen kokolailla tasajaosta poikkeava näkemystä vain ”ääritilanteissa”. Osakemarkkinoiden laskun jyrkkyys mielestäni lähellä tämän kriteerin täyttymistä. En kuitenkaan vielä lähde ”urheilemaan”, vaan olemme osakesijoitusten suhteen edelleen hieman alle normaalipainon. Sääntöjemme mukaan voimme nostaa osakkeiden osuuden jopa 70 %:iin salkusta, mutta tähän mennessä se ei rahaston historiassa ole koskaan ollut yli 57 %.

Mitä tekevät kehittyvät markkinat?

Ainakin ne kehittyvät. Kehittyvien markkinoiden rooli maailman taloudessa ja myös pitkäaikaisen osakesijoittajan salkun osana on nykyisin kiistaton. Halvan työvoiman ja/tai runsaiden luonnonvarojen vientivetoinen kasvu on osittain myös vähentänyt riippuvuutta ”vanhan” maailman sykleistä ja kiinnostavuutta on lisännyt näiden maiden vaurastuminen ja kotimarkkinoiden vahva kasvu.

Yritysten yksityistäminen, valtavat investoinnit infrastruktuurin kehittämiseen ja väestön lisääntyneet ostovoima on houkuttellut sijoituspääomaa. Kun kehittyvien markkinoiden osuus maailman pörssien markkina-arvosta oli 20 vuotta sitten alle prosentin on se nykyään jo yli 12% (*MSCI World Index 30.6.2008*).

Olen kesän ”romahduksen” myötä lisännyt näiden markkinoiden painoa Pharoksessa kevään 11 %:sta nykyiseen 14 %:iin. Olemme siis kehittyvien markkinoiden osalta jonkin verran ylipainossa Eurooppapainotteisen vertailuindeksimme 9%:iin nähden. Olen lisänneet salkkuun myös uuden rahaston: Capital Internationalin Emerging markets (CIEMF).

Jo yli 70 vuotta toiminut Capital Group on yksi maailman suurimmista ja menestyksekkäimmistä varainhoitajista ja Capital International on ryhmän eurooppalainen yhtiö. Capitalin sijoitusfilosofia perustuu huolelliseen omaan yritystutkimukseen - siis oikeasti. Kutakin rahastoa hoitaa useampi omasta osuudestaan vastuullinen salkunhoitaja ja analyytikko, jotka perehtyvät tarkasti yhtiöihin, joihin sijoittavat. Capitalin rahastot sijoittavat usein tavanomaisista harvempiin sijoituskohteisiin ja pitävät omistuksensa pitkään.

Capital aloitti sijoittamisen kehittyville markkinoille jo vuonna 1986 yhteistyössä Maailmanpankin kanssa, jonka jatkeena vuonna 1990 perustettiin CI Emerging Markets -rahasto. Sen salkunhoitajilla on keskimäärin 22 vuoden kokemus yhtiössä ja monella valtaosa nimenomaan kehittyvillä markkinoilla. Yksityiskohtana mainittakoon, että CI oli vuonna 1970 mukana perustamassa maailmalla yleistyneitä Morgan Stanley Capital International eli MSCI –indeksejä; tuoteperheen maailmanindeksi on osa Pharoksenkin vertailuindeksiä.

CIEMF ei seuraa kehittyvien markkinoiden indeksin maatai toimialapainoja, tekee omia valintoja yritysکوhtaisen analyysin perusteella. Rahasto sijoittaa myös Pharokselle uusille markkinoille kuten Etelä Amerikkaan, Intiaan ja Afrikkaan. Tämän lisähajautuksen ansioista kohdemaitamme kehittyvillä markkinoilla on nyt lähes 30.

Rahastoja yhdistellessä tulee kuitenkin usein päällekkäisiä sijoituksia, tässä tapauksessa potentiaalisesti Venäjän ja Kauko-idän yhtiövalintojen kanssa. CIEMF:n suurimmat sijoitukset Venäjällä ovat öljy- ja kaasujätit Gazprom ja Rosneft, joita ei Russian Prosperity -rahastossa ole. Russian Prosperity on perinteisesti sijoittanut vähemmän tunnettuihin yrityksiin. Etelä-Korealaista Samsungia sen sijaan omistamme nyt CIEMF-, CIF Asia Pacific- ja APS Far East -rahastojen kautta. Kyse on kuitenkin yhteensä vain n. 0,3% osuudesta osakesijoituksistamme.

Capitalin poikkeuksellisen laajoista resursseista pitää maksaa indeksirahastoa enemmän. Vuotuisena hallinnointipalkkiona maksamme CIEMF-rahastosta pienehkönä 100 000:n euron sijoittajana huppeat 1,75 %. Hinta ei silti ole likimainkaan markkinoiden kalliimmasta päästä. Käsitsemme mukaan Capital suuntaa palkkiosta selvästi alan keskitasoa enemmän itse asiaan eli yhtiöanalyysiin, eikä siis pääosin markkinointiin. Capital ei itse asiasa mainosta juuri lainkaan mediassa.

Merkintäpalkkiota emme maksaneet. Koska edustamme Capital Internationalin tuotteita Suomessa, niin todettakoon vielä se, että jos Seligson & Co saa tämän vuoksi hallinnointipalkkiosta ns. jakelualennusta tulee yhtiö hyvittämään koko palautuksen Pharoksen osuudenomistajilla, kuten sääntöjemme 20§:ssä määrätään: *”Jos Rahaston kohderahastot myöntävät palkkionpalautuksia tai palkkion alennuksia, palautetaan ne täysmääräisesti Rahastolle.”*

CIEMF -rahasto on toimintansa alusta onnistunut kattamaan kulunsa ja vielä antamaan sijoittajille keskimäärin 1,2%:n vuotuisen lisätuoton. Tämä ei tietenkään tarkoita sitä, että he välttämättä kykenisivät siihen myös jatkossa. Kehittyvien markkinoiden kehittyessä, onnistuneiden aktiivisten osakevalintojen tekeminen varmaankin vaikeutuu. Harkitsemme aikanaan niidenkin osalta siirtymistä kustannustehokkaisiin indeksirahasoihin.

Mitä tekee kestävä kehitys?

Uskoakseni kestää, mutta katsotaanpa asiaa vähän tarkemmin. Pharoksen ydinsijoituksia ovat olleet Eurooppa 50- ja USA -indeksirahastot. Ne ovat seuranneet suhteellisen kapeita indeksejä: Euroopassa 50 osaketta, USA:ssa 30. (Toki esim. OMX Helsinki 25 Indeksiosuusrahastossa on osakkeita vielä vähemmän, mutta 25 suuryhtiötä kattavat kuitenkin Suomen kokonaismarkkinan tehokkaammin kuin 30 yhtiötä Yhdysvaltain markkinan.)

Hajautus edes jonkin verran pienempiinkin yhtiöihin on ollut mieleissäni jo pitkään. Pienyhtiöiden osakekurssit olivat silloin jo useamman vuoden ajan aikana nousseet isompien yritysten osakekurssia reippaammin. Sijoittajien riskinottohalukkuus yhä pienempi ja usein markkina-asealtaan epävarmempia yrityksiin kasvoi kurssien noustessa, joten lisähajautuksella ei tuntunut olevan kiire.

Epävarmoina aikoina tapahtuu usein ”pako laatuun”. Vakavaraiset markkinaohjattajat ovat jälleen kerran kunnissa ja niiden osakekurssit ovat pitäneet pienyhtiöitä paremmin. Siten alkaa ehkä olla parempi aika hajauttaa salkkuamme myös vaihteeksi epäsuosiossa oleviin pienempiin yhtiöihin.

Säästyin kuitenkin epäkiitollisesta tehtävästä yrittää ajoittaa tätä hajautuspäätöstä osakekurssien perusteella, sillä Eurooppa 50 ja USA muuttivat heinäkuussa indeksejään. Ne sisältävät nyt enemmän osakkeita ja siten hajautus on tehokkaampaa. Kummankin uusi indeksi on sekä toimialajakauman että historiallisten tuottojen puolesta lähempänä laajoja markkinaindeksijä kuin rahastojen aikaisemmin seuraamat indeksit.

Uusien indeksien myötä pitkän ajan tuotto-odotuksemme ei pitäisi ainakaan laskea ja saamme laajemman hajautuksen, joka vähentää yhtiökohtaista riskiämme. Kulumme ovat yhtä alhaiset kuin ennenkin. Tämän lisäksi pidän henkilökohtaisesti ajatuksesta, että sijoitamme nyt yhteiskuntavastuunsa erinomaisesti hoitaviin yrityksiin, jotka kiinnittävät huomiota mm. toimintansa ympäristövaikutuksiin, työvoiman ja asiakkaiden sekä pienosakkaiden oikeudenmukaiseen kohteluun.

Kaiken tyyppinen eettinen sijoittaminen tulee varmaankin yleistymään sijoittamisen ja siihen kohdistuvan kiinnostuksen levitessä yhä laajemmalle. Eettisiä kriteereitä on monenlaisia ja niistä voi olla montaa mieltä. Eurooppa ja Pohjois-Amerikka –rahastojen taustalla olevissa sveitsiläisen Sustainable Asset Managementin kriteereissä korostuvat kuitenkin mainiolla tavalla ne englanninkielisen sanan ”sustainability” –ominaisuudet, jotka ovat todennäköisesti myös sijoitusmielessä suotavia kuten jatkuvuus, riskienhallinta sekä toimintaympäristön ja henkilöstön huomioonottaminen pitkäjänteisellä tavalla.

Riskinotosta vihdoin korvausta

Kuten vuoden 2007 viimeisessä katsauksessa jo sunnitte-
lin, olen nyt siirtänyt n. 10 % korkosijoituksistamme
yrityslainoihin sijoittavaan Euro Corporate Bond –rahas-
toon.

Yrityslainojen riskilisiä verrattuna valtion lainoihin on
rahoitusalan myllerryksen ansiosta noussut jo järkevälle
tasolle. Yrityslainojen korkeammasta riskistä saa nyt jo
noin 1,3 % paremman tuoton. Reilu vuosi sitten, ennen
”subprime -kriisiä”, tuottoero oli alle puolet tästä.

Ero voisi olla suurempikin, jos rahastomme sijoittaisi
vieläkin riskipitoisempiin yrityslainoihin tai vaikkapa
pankkien liikkeellelaskemiin lainoihin. Tähän rahastoon
hyväksytään kuitenkin vain neljän korkeamman luokituksen
joukkolainoja (”investment grade”) Näitä ovat Stan-
dard & Poorsin luokituksen AAA-BBB ja Moody’sin
luokituksen Aaa-Baa saaneet yrityslainat. Kuten rahaston
nimi ”Corporate Bond” alan terminologiaa tuntevalle
kertoo, ei se sijoita rahoitusalan liikkeellelaskemiin lai-
noihin.

Useimmiten teen Pharoksen korkosijoitukset suoraan
liikkelelaskijoiden velkakirjoihin eikä rahastojen kautta.
Näin vältymme oman ja kohderahaston tuplapalkkioilta.
Etenkin yrityslainoissa hajautus on kuitenkin tärkeää
liikkelelaskijariskin minimoimiseksi. Pharoksen sijoit-
tamilla summilla emme olisi voineet tehdä näitä sijoituk-
sia kustannustehokkaasti suoraan. Päädyin siten rahas-
toon, joka pyrkii jäljentämään yli 500:n yrityslainan
kehitystä, vaikka ei itsekään sijoita näihin kaikkiin.
Maksamme tästä hajautusavusta hallinnointipalkkiona
mielestäni kohtuullisen 0,33 % vuodessa.

Muistuttaisin vielä, että jos oma riskinottohalukkuus
poikkea Pharoksen linjasta, voi tehdä kuten minäkin eli
täydentää Pharosta muilla sijoituksilla oman aikajänteen
ja tavoitteiden mukaan. Rahaston tarkempaa rakennetta,
maantieteellistä ja toimialajakaumaa sekä tarkkaa koko-
naiskustannusten jakoa voi seurata [www -sivuillamme](http://www-sivuillamme).

Rauhallisin mielin syksyä kohti, rahoitusalan myllerryk-
sestä huolimatta!



Petri Rutanen, varainhoitajanne
petri.rutanen@seligson.fi



RAHASTOJEN TUNNUSLUKUJEN 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 vertai-
luindeksin tuottoa. Suuri luku merkitsee sitä, että rahaston tuotto suhteessa
vertailuindeksin tuottoon on vaihdellut voimakkaasti. Pieni aktiivinen riski taas
tarkoittaa, että rahaston tuotto lähes seuraa vertailu-indeksin tuottoa. Tun-
nusluku 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 yhteisumma (summa1). Salkun kiertonopeus on saadun luvun
(summa1) suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla.
Esimerkiksi kiertonopeus 100% tarkoittaa, että tarkastelujakson aktiviteetilla
rahaston arvopaperit ovat keskimäärin vaihtuneet vuosisatasella kerran.

Negatiivinen kiertonopeus tarkoittaa, että salkunhoitajan käymän arvopaperi-
kaupan kokonaisvolyyymi on ollut pienempi kuin merkintöjen ja lunastusten.

Kaupankäyntikulut

Rahaston pääomasta veloitettavat rahaston kaupankäyntiin liittyvät arvo-
paperinvälittäjille maksetut palkkiot. Ilmoitetaan prosenttilukuna *keskimää-
räisestä* 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 käy-
tämme 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 veloi-
tettavan hallinnointi- ja säilytyspalkkion, tilinhoito- ja muut pankkikulut sekä
mahdollisen tuottosidonnaisen palkkion. TER -luku *ei sisällä* esim. kaupan-
käyntikuluja, jonka vuoksi raportoimme myös rahastojen kokonaiskulut.
Pharoksen osalta TER sisältää myös kohderahastojen kulut.

Jos rahastolla on *tuottosidonnainen palkkio*, lasketaan sen arvo alkaen
edeltävästä vuodenvaihteesta kunkin rahaston sääntöjen mukaan.

Kokonaiskulut / TKA

Kaikki rahastopääomasta veloitettavat kulut (TER + kaupankäyntikulut +
mahdolliset muut kulut) prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkas-
telujaksolla. TKA ei sisällä rahaston maksettavaksi koituvien lähdeverojen
kustannuksia.

Välityspalkkiot lähipiirille

Prosenttiosuus rahaston tarkastelujaksolla maksamista välityspalkkioista,
jotka on maksettu rahastoyhtiön kanssa samaan kirjanpidolliseen konsoli-
dointiryhmään kuuluvalla sijoituspalveluyritykselle tai tuottolaitokselle.

Korkoriski (duraatio)

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

Sharpen luku

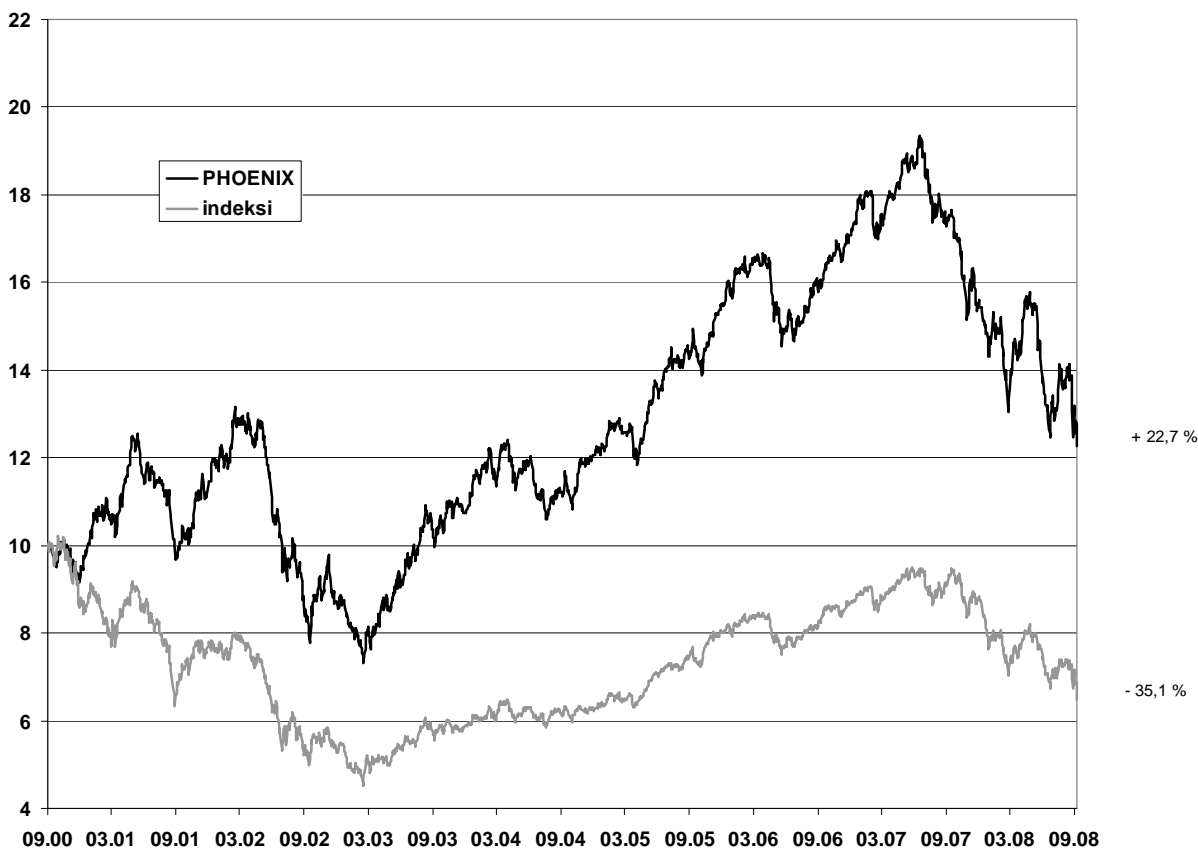
Alan käytännöstä poiketen *emme julkaise* tässä katsauksessa Sharpen
lukua, koska se ei käsitteäksemme tuo mitään olennaista informaatiota
indeksiin verrattujen tuoton ja volatiliteetin sekä indeksipoikkeaman (tracking
error) lisäksi. Julkaisemme kuitenkin Sharpen luvun Sijoitusrahasto-
yhdistyksen suosituksen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

Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti erikoistilanteisiin.

Phoenix ja vertailuindeksi

Euro

25.9.2000 - 30.9.2008



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	9,3
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	-8,87 %	25,81 %	-10,65 %	26,34 %
Vuoden alusta	-20,44 %	21,75 %	-26,12 %	21,44 %
1 v	-29,77 %	20,41 %	-29,35 %	20,02 %
3 v	-15,35 %	14,90 %	-14,13 %	14,71 %
5 v	20,96 %	14,08 %	14,66 %	13,39 %
Aloituspäivästä	22,71 %	16,53 %	-35,09 %	17,11 %
Aloituspäivästä p.a.	2,58 %		-5,25 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	1,12 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut	0,28 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,40 %
Salkun kiertonopeus	118,87 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi poikkeama (tracking error)	10,44 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	17,71 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
AMGEN INC	Yhdysvallat	6,4 %
BOSTON SCIENTIFIC CORP	Yhdysvallat	4,9 %
TATE & LYLE PLC	Iso-Britannia	4,7 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	4,6 %
CHAODA MODERN AGRICULTURE	Hongkong	4,5 %
RHODIA SA	Ranska	4,4 %
TENET HEALTHCARE CORP	Yhdysvallat	4,2 %
SANOMA OYJ	Suomi	4,2 %
UBS AG-REG	Sveitsi	4,0 %
OWENS CORNING INC	Yhdysvallat	3,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden kolmannella neljänneksellä rahaston arvo laski 8,9 % ja vertailuindeksi eli MSCI World tuli alas 10,7 %. Vuoden sisällä laskua on tullut 29,8 % (indeksi 29,3 %) ja kolmessa vuodessakin on rahasto-osuuden arvo heikentynyt 15,3 % (indeksi 14,3 %).

Harmillisia lukuja. Olen kuitenkin ollut jonkin verran yllättyneet siitä, että vuoden alusta mitattuna rahasto on pärjännyt 4,6 prosenttiyksikköä paremmin kuin vertailuindeksi, koska yleensä erikoistilanteissa nähdään laskukausina enemmän riskiä kuin ns. normaaliin tahtiin porskuttavissa yhtiöissä.

Sama toimii tietysti toisinkin päin: erikoistilanteissa on enemmän nousuvaraa, kun käänne parempaan tapahtuu – tähän nähtiin Phoenixin tuotoissa viimeksi 2003/2004. Vaikka olemme nyt välttyneet indeksiä suuremmalta laskulta olen silti jälleen erittäin toiveikas seuraavaan jossain tulevaisuudessa siintävän nousukäänteen suhteen.

Kuten näiden raporttien lukijat tietävät, olen ollut viime vuosina melko pessimistinen etenkin USA:n talous- ja rahoitusmarkkinakehityksen suhteen. Todellisuus on kuitenkin taas osoittanut olevansa tarua ihmeellisempää: viime viikkosen tapahtumat ovat ylittäneet – vai pitäisikö tässä tapauksessa sanoa ”alittaneet”? – negatiivisimmatkin odotukseni.

Olemme viimeksi kuluneen puolen vuoden aikana nähneet sensaatiomaisen suurpankkien ja vakuutusyhtiöiden teurastuksen, johon ei löydy vertailukohtaa ainakaan 70:een vuoteen. Muiden muassa Bear Sterns, Lehman Brothers, Morgan Stanley, Fannie Mae, Freddie Mac, AIG ovat tavalla tai toisella tulleet tiensä päähän itsenäisinä toimijoina.

Vladimir Bush?

Yhdysvaltojen rahoitussektorin sosialisointi on itse asiassa edennyt vauhdilla, joka olisi luultavasti saanut vanhan kunnon Leninin partaansa myöten vihreäksi kateudesta. Georg Bush esikuntineen on onnistunut lunastamaan paikkansa historiassa ja saanut samalla aikaan käsittämättömän suuren laskun, jolla mitä todennäköisimmin on pitkän tähtäimen vaikutuksia Yhdysvaltain luottokelpoisuuteen ja muiden maiden halukkuuteen jatkaa ammottavan alijäämän rahoittamista.

Samalla kasvavat poliittiset paineet lisätä rahalaitosten sääntelyä ja valvontaa (byrokraatiaa) tavalla, jonka myös Lenin olisi mitä todennäköisimmin allekirjoittanut. Kerrotaanhan hänen lohkaisseen, että vapaus on niin arvokas henkinen hyödyke, että sitä on syytä valtion toimesta säännöstellä...

Oli miten oli, mielestäni ei ole liioiteltua pelätä, että kriisistä toipuminen saattaa kestää kauemmin kuin yleisesti ajatellaan. Taustallaahan on sentään kolmikymmenvuotinen kuluttaminen yli varojen. Tasapainon palauttaminen vaatii yön kiristämistä koko maalta, mikä johtanee kasvuvauhdin hidastumiseen.

Salkun säädöt

Kuluneen vuosineljänneksen aikana myin rahastosta neljä yhtiötä ja ostin tilalle kolme. Salkussa on siten tätä kirjoitettaessa 33:n yhtiön osakkeita ja yhden rahaston rahasto-osuuksia.

Yhtä myydyistä yhtiöstä en ehtinyt vielä käsitellä edes näissä katsauksissa. Tämä on dieselmoottoriyritys Tognum, joka ei lähtenyt sille arvonnousuun johtavalle polulle, jota siihen sijoittaessani pidin todennäköisenä. Sen sijaan yhtiön entinen omistaja Daimler osti siitä ”jarrupalan” – eli tietyissä tilanteissa kontrolloivan vähemmistön – suurin piirtein samaan, millä he myivät Tognumin pääomasijoittaja EQT:lle joitakin vuosia aiemmin. Yhtiö oli tosin silloin velaton, mitä se ei ole enää – no, tapa kierrättää rahaa se on tämäkin.

Tognumista aiheutui rahastolle sekä kurssitappio että kaupankäyntikuluja. Olisimme pärjänneet paremmin, jos olisin ollut johdonmukainen ja myynyt osakkeemme heti kun kävi ilmeiseksi, että alkuperäinen sijoitusskenaario ei toteutuisi. Sen sijaan yritin uskotella itselleni, että arvostus vielä kohentuisi ja odotin liian pitkään. Kasvattava kokemus.

Salkun kokonaissisältöön ja keskittymisasteeseen olen tyytyväinen. Kuluneen vuoden kurssilasku on tosin avannut kokonaisen kirjon uusia mahdollisuuksia, mutta reaaliatalouden odotettavissa oleva laskusuhdanne muistuttaa huolellisen tapauskohtaisen tarkastelun merkityksestä. En usko edullisten erikoistilanteiden häviävän pörssilistoilta aivan välittömästi.

Onko järkee vai ei?

Terveen järjen säilyttäminen tässä markkinatilanteessaa vaikuttaa vaikealta ellei jopa mahdottomalta. Työuraani mahtuu osakemarkkinoiden romahdus 1987, Suomen pankkikriisi 90-luvun alussa, Brasilian ja Venäjän valuttakriisi 1998, teknokuplan puhkeaminen ja WTC:n terroristihyökkäys 2001, mutta *koskaan* en ole nähnyt yhtä vahvaa massahysteriaa kuin viime päivinä.

Ennustajat uhosivat vielä vuosi sitten uudesta uljaasta Kiina-vetoisesta ikuisen kasvun maailmantaloudesta ja öljyasiantuntijat uskoivat vain kolme kuukautta sitten öljyn hinnan nousevan yli 200 dollariin ennen vuoden vaihdetta.

Samat oraakkelit julistavat nyt vuoden 1929 romahduksen toistuvan ja maailman väistämättä syöksyvän pitkään lamaan. Syynä se, että "luottamus" talouteen on hukassa. Pelkäänpä, että jotain muutakin on vakavasti karkuteillä...

Sanotaan siis varmuuden vuoksi selkokielellä: uusi noususuhdannekin tulee taas. Seuraava kysymys tietenkin kuuluu, että milloin? Jos katsoo aiempia suhdannemalleja, niin kevät 2010 voisi olla valistunut arvaus – mutta siis vain arvaus.

Joka tapauksessa: kun nousu alkaa, siitä hyötyvät voimakaimmin osakkeet, joilla on nyt alhainen arvostus suhteessa liiketoiminnan potentiaaliin. Minun tehtäväni on pitää huolta, että juuri niitä löytyy Phoenixin salkusta.

Uskon Pohjoisiin Metsiin

Suomalainen paperiteollisuus on taas ollut voimakkaasti ns. tapetilla. Siitä huolimatta en voi olla kirjoittamatta alan yhtiöistä jo toisen kerran tänä vuonna.

Vuoden ensimmäisessä raportissani kirjoitin M-Realista ja ennen muuta sen joukkovelkakirjasta. Voimme tyytyväisinä ottaa vastaan tiedon hinnasta, jonka M-Realin johto onnistui neuvottelemaan yhtiön graafisten paperiensa tuotannosta ne ostaneelta etelä-afrikkalaiselta Sappi-yhtiöltä. Omassa analyysissäni en nimittäin ollut kirjannut niille arvoa lainkaan – näin väärässä sitä voi ihminen olla!

Kauppa Sappin kanssa on ilman muuta oikeansuuntainen askel sekä M-Realille että koko metsäteollisuudellemme. Se tulee varmasti ajan mittaan heijastumaan myös yhtiön osakkeiden ja joukkovelkakirjojen arvostuksissa.

Tällä kertaa keskityn kuitenkin toisen salkkumme metsäyhtiöön eli UPM:ään. Se on yksi maailman suurimmista metsäyhtiöistä: tuotantokapasiteettia paperille 12 000 000 tonnia, omia metsiä 1 070 000 hehtaaria, omaa energiatuotantoa ja selluloosaa sekä 3 600 000 kuutiometrin vaneri- ja sahakapasiteetti.

Markkina-arvo tälle kaikella on 5,7 miljardia euroa ja nettovelkaa 4,4 miljardia. Koko "paketti" maksaa siis 10,1 miljardia euroa. Jos vastaavaa ryhtyisi rakentamaan alusta alkaen, voisi paperi- ja selluloosatuotannon arvioida maksavan noin 18-24 miljardia euroa, voimalaitospuolen noin 10 miljardia ja metsävarantojen ehkä 1,5 miljardia.

Johtopäätös tästä? No ainakin se, että kukaan täysijärkinen ei lähtisi moista kasaamaan puhtaalta pöydältä nyt, ei ainakaan Suomessa. Esimerkiksi Brasiliassa voisi suurin piirtein samanlaisen kokonaisuuden (poislukien voimalat) ehkä pystyä rakentamaan tämänkin hetken hinnoilla niin, että sijoitetulle

pääomalla saattaisi saada noin 10 %:n bruttotuoton. Sitäkään tuskin kukaan yrittää.

Valmiissa paketissa hinta on siis kuitenkin vain 10 miljardia euroa. Mitä pitäisi tapahtua, jotta se nousisi viiteentoista eli osakekurssi tuplaantuisi? Pitkällä tähtäimellä lienee kyse liiketoiminnan perusasioista: yhtiön varoja on käytettävä johonkin riittävän tuottavaan. Nopeasti ei kuitenkaan auttane muu kuin se, että viimeisimmän kymmenen vuoden paperin reaalihinnan laskusta saadaan takaisin edes puolet. Se on mahdollista vain, jos eurooppalainen paperintuotantokapasiteetti pienenee.

Eurooppalaisten (ja amerikkalaistenkin) metsäyhtiöiden omistajat ovat jo kohta kymmenen vuotta joutuneet tyytymään kehuun tuottoon, koska yhtiöt eivät ole onnistuneet ratkaisemaan alansa ylituotanto-ongelmia. Viime vuosina muutospainee ovat kuitenkin kasvaneet siihen mittaani, että neuvottelut alan saneeraamiseksi käyvät jo kuumina.

Paperiteollisuuden perinteinen keskinäinen epäluulo – jota UPM:n perusteeton kartellihässäkä ei ainakaan lieventänyt – on johtanut siihen, että tuloksia ei näytä syntyvän. Jotkin yhtiöt ovat tehneet omia toimenpiteitään; ennen muuta Suomessa Venäjän puutulliproblematiikan vuoksi. Rakenneratkaisut, jotka tekisivät paperille sen mitä Mittal teräkselle, ovat kuitenkin loistaneet poissaolollaan. M-Real ja Sappi ovat ensimmäiset suunnannäyttäjät.

UPM on toki ryhtynyt sisäisiin toimiin konsernin arvonnakustamiseksi, mutta ilman merkittäviä rakenteellisia muutoksia ei alan ylikapasiteetti häviä ja odotettavissa oleva laskeusuhdanne ei tule yhtiöiden tilannetta helpottamaan. UPM:ää on hidastanut usko oman markkina-aseman ja tuotannon tason yliveraisuuteen – samoin kaikkia muitakin alan yhtiöitä!

Toivottavasti yhtiön johto ja hallitus pystyvät konkretisoimaan ilmassa leijuvat välttämättömät muutokset aina sopimuspaperille asti. Jopa kompromissiratkaisut voisivat antaa yhtiöiden omistajille niin paljon.

Palautettanne toivoen ja sitä arvostaen,

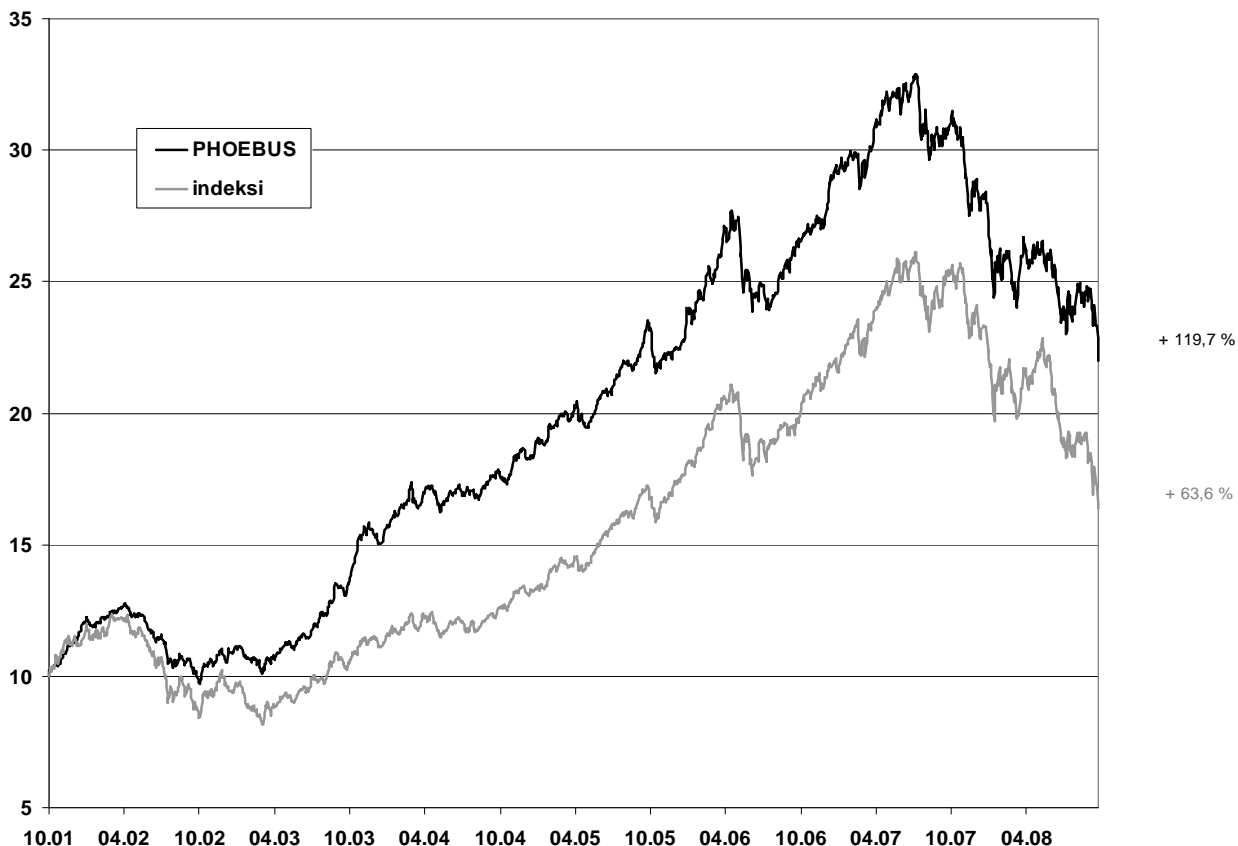


Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi

Phoebus ja vertailuindeksi

Euro

10.10.2001 - 30.9.2008



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	14,8
Vertailuindeksi	75% OMX Helsinki Cap GI, 25% MSCI AC World NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	1 %, jos sijoitusaika alle 12 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-8,69 %	22,69 %	-16,57 %	24,84 %
Vuoden alusta	-22,36 %	20,52 %	-29,75 %	22,02 %
1 v	-28,69 %	19,21 %	-35,57 %	20,50 %
3 v	-5,45 %	14,96 %	-5,01 %	15,95 %
5 v	66,81 %	12,89 %	58,81 %	13,61 %
Aloituspäivästä	119,72 %	12,45 %	63,63 %	14,75 %
Aloituspäivästä p.a.	11,94 %		7,31 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,92 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,16 %
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,97 %
Salkun kiertonopeus	-3,39 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksi-poikkeama (tracking error)	9,55 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	19,03 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
VACON OYJ	Suomi	9,8 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	7,3 %
AIR LIQUIDE	Ranska	6,9 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	6,9 %
FASTENAL CO	Yhdysvallat	5,5 %
EXEL OYJ	Suomi	5,3 %
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	5,0 %
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	Ruotsi	4,6 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	4,2 %
COSTCO WHOLESALE CORP	Yhdysvallat	4,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Rahaston kehitys

Vuoden kolmas neljännes oli osakemarkkinoilla surkea, joskaan ei niin ainutlaatuinen kuin median lietsoman hysterian perusteella ehkä voisi kuvitella. Phoebuksen osalta se oli itse asiassa vasta historian kolmanneksi huonoin vuosineljännes, rahaston arvon laskiessa 8,7 % ja vertailuindeksimme 16,6%. Rahaston *suhteellisen* kehityksen osalta neljännes oli Phoebuksen historian paras.

Vuoden alusta Phoebuksen arvo on pudonnut 22,4 % samalla kun vertailuindeksimme on laskenut 29,7%. Toiminnan alusta Phoebus on tuottanut +119,7 % ja vertailuindeksimme +63,6 %.

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

Ostot ja myynnit

Kurssilasku tarjoaa usein mahdollisuuksia tehdä uusia sijoituksia järkeviin hintoihin. Niin tälläkin kertaa. Olen vihdoin ostanut meille ruotsalaisen metallin työstössä käytettävien kääntöterien valmistajan Seco Toolsin osakkeita.

Tarkkaavaisimmat Phoebuksen seuraajat muistavat, että kerroin kiinnostuksestani yhtiöön jo viisi vuotta sitten Phoebuksen nykyistä blogia edeltävässä chatissa (tarkalleen ottaen silloin oli kyseessä Secon sisaryhtiö Sandvik Coromant, mutta näen yhtiöt täysin toistensa kaksosina). Joskus hieman kestää ennen kuin hyviä yhtiöitä saa ostaa järkevään hintaan.

Toisaalta Seco Toolsin tapaus osoittaa myös, että hyvät yhtiöt ovat monesti vielä parempia kuin uskaltaa kuvitella. Viidessä vuodessa Secon osake on osinkoineen tuottanut (euroissa) noin 70 %, vaikka pidin sitä viisi vuotta sitten liian kalliina. Phoebus on samana aikana myös tuottanut 70%, joten olisin yhtä hyvin voinut ostaa meille Seco Toolsin osakkeita jo silloin, rahaston kehityksen siitä muuttumatta.

Lisäsin myös edelleen marginaalisesti H&M -omistustamme. Vähensin hieman osuuttamme Vaconissa, koska yhtiön paino salkussamme oli hyvän kurssikehityksen ansiosta noussut yli kymmeneen prosenttiin, mikä on riskienhallinnan näkökulmasta mielestäni yläkanttiin. Myyntini ei millään tavoin ollut negatiivinen kannanotto yhtiön näkymiin.

Näiden toimenpiteiden jälkeen kassamme oli syyskuun lopussa 7,8 % rahaston arvosta (kesäkuussa 10,0 %). Kassa on edelleen normaalia suurempi, mutta on ole pitänyt hirveää kiirettä sen sijoittamisessa. Hiljaa hyvää tulee.

Post nubila Phoebus (Sateen jälkeen aurinko)



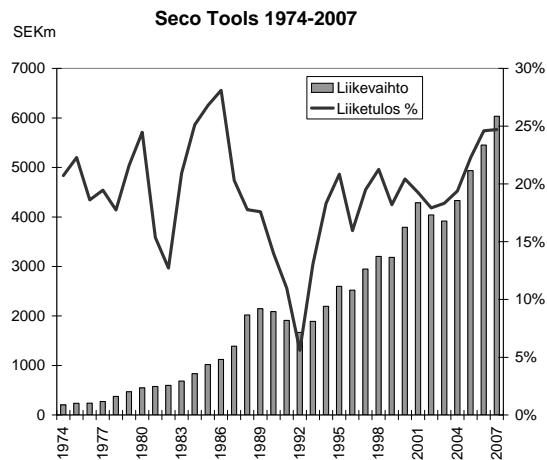
Yritysten toimintaedellytyksiä tarkastellessani minulla on tällä hetkellä hieman samanlainen tunne kuin kauniina syysiltana, jolloin ukkosrintama lähestyy idästä. Länteen laskeva aurinko korostaa ruskassa olevien puiden värin loistoa tummaa taivasta vasten. Mutta tiedän, että kohta luonto tulee näyttämään julman puolensa.

Taloudessa aurinko vielä paistaa ja yritysten tulokset ovat huipputasoilla. Osakemarkkinoille ensimmäiset puhurit ovat kuitenkin jo saapuneet. Tilanne on monen sijoittajan mielestä vaikea arvioida, jopa pelottava, kun emme tiedä kuinka syväälle yritysten tulokset sukeltavat tai miten tämä kaikki tulee vaikuttamaan osakekursseihin.

Realismi on sijoittamisessa tärkeää. On syytä (viimeistään nyt) ymmärtää, että lähes kaikkien yhtiöiden tulokset tulevat lähiaikoina laskemaan. Velkaantuneiden ja huonoimpien tulokset eniten, mutta hyvätäkään eivät tule säästymään.

Silti pitää muistaa myös se, että osakekurssit eivät suinkaan **välttämättä** jatka laskuaan. Nehän ovat jo laskeneet sijoittajien pelästyessä lähestyvää taantumaa. Toki kurssit voivat laskea lisää, mutta jossain vaiheessa taantumien alentamien korkojen ja osakkeiden halvempien hintojen (= paremman tuotto-odotuksen) suhde muuttuu osakkeita suosivaksi. Usein tämä on tapahtunut jo ennen kuin talous kääntyy kasvuun.

Ja kasvuun talous taas kääntyy, tälläkin kertaa. Tein muistin virkistämiseksi kuvan Seco Toolsin (minkäpä muun!) liikevaihdon ja liikevoittoprosentin kehityksestä 34 viime vuodelta. Tulomarginaalin lasku 1987-88 selittyi osin amerikkalaisen Carbolyn ostolla, muut vaihtelut johtuvat lähinnä suhdanteista.



Suhdanteet kuuluvat talouden normaaliin kiertokulkuun: sateen jälkeen paistaa yleensä taas aurinko.

PHOEBUS-YHTIÖISTÄ

exel

Esitellessäni komposiittiyhtiömme Exelin viimeksi kolme vuotta sitten katsauksessa 2/2005 kirjoitin: ”*Sen pidän varmana, että Exel tuottaa seuraavan kolmen vuoden aikana vähemmän kuin edellisen kolmen. Kuinka paljon, se selviää kun palaan asiaan noin kolmen vuoden päästä.*”

En olisi halunnut olla aivan näin oikeassa. Osake on, osingot uudelleen sijoitettuna, kolmessa vuodessa menettänyt 41 % arvostaan. Kerroin myös, että Exel oli mielestäni suomalaisista osakkeistamme parhaasta päästä ja että suhtauduin skeptisesti Suomen osakemarkkinoiden arvostukseen. Olin kummankin seikan suhteen väärässä. Juttuarkistoista on se hyöty, että omien ”ennusteidensa” osuvuutta on helppo tarkastella jälkeenpäin. Jostain syystä monikaan salkunhoitaja, sijoittaja, analyytikko tai taloustoimittaja ei silti sitä tee.

Exel on tänään kovin erilainen yhtiö kuin kolme vuotta sitten. Se on tehnyt suurehkon yritysoston, lakkauttanut urheilupuolensa ja ennen kaikkea vaihtanut johtoaan. Onko sitä Exeliä, johon aikanaan sijoitimme, enää edes olemassa?

Uskoisin niin. Urheiluvälinepuolen alasajo antaa johdolle vihdoin aikaa keskittyä yhtiön ydintoiminnan eli teollisuuspuolen kehittämiseen. Ja Vesa Korpimiehen nousu yhtiön johtoon viime keväänä on mielestäni erittäin hyvä uutinen.

Exelin teollisuustoiminnan liikevoitto on viimeisimmän 11 vuoden aikana vaihdellut 10,5 % ja 19,0 % välillä liikevaihdosta. Keskimäärin se on ollut 15,4 %. Kun toiminta ei sido järin paljon pääomaa on helppo nähdä, että pääoman tuotto on keskimäärin ollut erinomainen. Tämä kieli yhtiön kilpailueduista. Se onkin ydintoiminoissaan selvä markkinajohtaja, ainakin Euroopassa.

Jos teollisuuspuoli tekee ”normaalia” 15 % tulosta, Exelin tulos on 75-80 senttiä per osake. Nykyhinnalla (6,77e) P/E-luku on siis noin 9x. On kuitenkin syytä huomioda, että Exelillä on Pacific Composites –yhtiön oston jälkeen 28me nettovelkaa. ”Velaton P/E-luku” on noin 10x, joka sekään ei ole järäisyttävän paljon näin laadukkaalle yhtiölle.

Alkava matalasuhdanne kuitenkin tarkoittanee, että lähivuosien aikana emme varmaankaan näe entisen kaltaisia tuloksia. Exelin profiilejahan käytetään esimerkiksi rakentamisessa ja kuljetusvälineissä, joiden kysyntä tulee supistumaan melko voimakkaasti. Siksi voi hyvin kestää joitakin vuosia kunnes markkinat alkavat hahmottaa Exelin ”normaalia” tulostaso.

En ole suhdannevaihteluista huolissani – ne kuuluvat joka yhtiön arkeen. Ainoa suurempi huoleni on, onko Exelin kilpailukyky pysyvästi huonontunut tukiasema-antennien suojaprofiileissa, joissa yhtiö myöntää menettäneensä markkinaosuuksia toisille teknologioille ja tuulimyllyjen profiileissa, joissa asiakkaat enenevässä määrin ostavat vain profiilien tuotannon alihankintaa valmiiden tuotteiden sijaan.

Aika näyttää. Exel on historiansa aikana usein ennenkin kokenut joidenkin tuoteryhmiensä taantuvan, mutta on silti onnistunut kasvamaan kehittämällä uusille asiakkaille uusia sovelluksia. Niin käynee nytkin. Se, että komposiittimateriaalit ovat keveytensä ja kestävyytensä ansiosta ylivoimaisia tietyissä sovelluksissa ei tule muuttumaan.

Uskallan taas ennustaa: uskon, että Exelin osake tuottaa seuraavan kolmen vuoden aikana paremmin kuin edellisen kolmen vuoden aikana. Ja lupaan arvioida tätä ennustetta 3 vuoden kuluttua.

SECO

Uusin yhtiömme Seco Tools on maailman suurimpia metallin työstökoneissa käytettävien kovametallisten kääntöterien valmistajia. Sen globaali markkinaosuus on 5-6 %. Sandvik omistaa yhtiön osakkeista 60 % ja äänivallasta 90 %. Hieman erikoisesti Secon suurin kilpailija on silti Sandvik Coromant, joka on globaali markkinajohtaja noin 20 % osuudella. Muita suuria kilpailijoita ovat amerikkalainen Kennametal, Warren Buffettin vuonna 2006 ostama israelilainen Iscar sekä japanilaiset Sumitomo ja Mitsubishi.

Aloittaessani pankkiiriliikkeen analyytikkona 19 vuotta sitten vierailin aluksi AGAssa ja Sandvik Coromantissa. Aloitin siis huipulta: teollisuuskaasut ja kääntöterät ovat edelleen erittäin kannattavia aloja, joilla toimii loistavia yhtiöitä.

Mikä tekee alasta niin hyvän? Ainakin se, että kääntöterä on kulutustavaraa, jota käytetään maailman ehkä suurimmassa teollisessa prosessissa, metallin työstämisessä (sorveissa, jyrksimissä, porissa jne). Kysyntä on siis jatkuvaa, joskin hieman syklistä. Metallia työstetään yli 300 miljardin euron edestä vuosittain, eniten auto-, lentokone- ja konepajateollisuudessa. Tuotantokustannuksista työkalujen osuus on 12-13 miljardia euroa eli noin 4 %.

Tuotekehityksellä on äärettömän suuri merkitys. Lisäämällä työstökoneiden kierroslukua esimerkiksi 20 %, asiakas kuluttaa puolet enemmän kääntöteriä. Hän voi kuitenkin tällöin säästää tyypillisesti noin 15% koko tuotantoprosessinsa kustannuksista ja työkalujen lisäkustannus on vain 2 %. Tinkimällä 25 % työkalujen hinnasta, hän voi sen sijaan säästää vain prosentin. Siksi (hyvät) työstöteräyhtiöt keskittyvät asiakkaidensa tuottavuuden parantamiseen keskinäisen hintakilpailun sijaan. Strategia näyttää onnistuneen.

Alan houkuttelevuudesta kertoo paljon se, että Sandvik Coromantilla, Seco Toolsilla ja kuulemma Iscarillakin on kaikkina viime vuosina ollut yli 20 % liiketulosmarginaalit. Viimeisimmän 12 kuukauden aikana Secon liiketulosmarginaali oli 23,8 %. Yhtiön pitkän aikavälin tavoitteena on 20 %. Viimeisimmän 10 vuoden keskiarvo on 20,6 % ja 20 vuoden 18,0 %.

Nykyhintaan (SEK 73) Secon P/E-luku kuluneen 12 kuukauden tulokselle – 7,00 kruunua per osake – on 10,4x. Tulos on kuitenkin keskimääräistä parempi. Jos oletetaan, että yhtiö yltää tulostavoitteeseensa syklin yli, normalisoitu tulos per osake olisi noin 5,50 kruunua. Silloin nykykurssi antaa P/E-luvuksi 13,3x, joka ei mielestäni ole liikaa. Asiaa voi tarkastella myös niin, että Secon bruttoarvo suhteessa liikevaihtoon (EV/sales) on tällä hetkellä 2,1x, kun se 10 vuodessa keskimäärin on ollut 2,2x.

Secon kurssi on reilussa vuodessa puoliintunut ja arvostus on normalisoitunut, mutta se ei suinkaan ole ainutlaatuisen halpa. Alimmillaan Secon arvostus on 10 vuodessa ollut noin 1,6x liikevaihto, joka tarkoittaisi 25-30 % nykyistä alempaa osakekurssia. Secon tulos tullee alkavassa matala-suhdanteessa laskemaan – kuten kaikkien teollisuusfirmojen tulokset – ja on täysin mahdollista, että osake laskee edelleen. Siksi olen vaiheistanut ostojamme.

GLOBAL PHARMA PÄIVITETTY

Seligson & Co Global Top 25 Pharmaceuticals on maailman johtaviin lääketieteellisyhtiöihin sijoittava osakerahasto. Vaikka Global Pharma on passiivinen rahasto, ei se seuraa mitään valmista indeksiä, vaan osakekoriin valitaan maailman johtavat lääkeyhtiöt, joiden valinta perustuu mm. yhtiöiden markkinaosuuteen ja laajuuteen sekä tutkimus- ja tuotekehityspanokseen. Salkun sisältö pidetään mahdollisimman muuttumattomana, jotta kaupankäynnistä aiheutuvat kustannukset pysyvät kurissa. Salkkua muutetaan vain jos jonkin yhtiön asema tai liiketoiminta selvästi muuttuu.

Tarkistimme salkun sisällön elokuun lopussa. Uutena yhtiönä salkkuun nousi amerikkalainen verisyöpälääkkeisiin erikoistunut Celgene Corporation, joka korvasi aikaisemmin mukana olleen lääkealan monitoimiyhtiön Baxterin. Leukemian esiasteen hoitoon lääkkeitä kehittäneen Pharmionin osto viime vuoden lopulla vahvisti Celgenen tuotevalikoimaa ja loi kansainvälistä markkina-asemaa.

Myös rahaston osakepainot rebalansoitiin tarkastuksen yhteydessä. Salkku tasapainotetaan aika ajoin, jotta minkään yksittäisen yhtiön paino ei nousisi liian hallitsevaksi ja näin vaikuttaisi voimakkaasti koko rahaston kehitykseen.

Viideksi suureksi eli 6,7 %:n tuplapainoon nousivat nyt Novartis, Johnson&Johnson, Glaxosmithkline, Roche Holding ja Pfizer. Joukkoon siis nousi syöpälääkkeistä ja Tamiflu -influenssalääkkeestä tunnettu Roche Holding ja normaali-painoon putosi Sanofi-Aventis. Useimmat suurista lääkeyhtiöistä ovat amerikkalaisia, mikä näkyy myös rahaston sisällössä. Seuraavaksi tulevat sveitsiläiset, iso-britannialaiset ja japanilaiset. Mukana on myös yksi Israelista: aaseilla ja kameleilla lääketoimituksista huolehtineesta tukkufirmasta yhdeksi maailman suurimmista geneeristen lääkkeiden valmistajista kasvanut Teva Pharmaceuticals.

Entä miksi en sitten ostanut Sandvikia, jos pidän Sandvik Coromantia vielä Seco Toolsiakin hieman parempana yhtiönä? Siksi, että ”Tooling” -divisioonan osuus Sandvikista on vain kolmannes. Olisimme kaupan päälle joutuneet ostamaan Tamrockin ja Sandvikin erikoisterästoiminnot. Ne ovat huomattavasti syklistä kuin kääntöterät, eikä niiden kannattavuus syklin yli ole läheskään samaa tasoa, vaikka ne omien alojensa yhtiöiksi ovatkin ihan hyviä.



Anders Oldenburg, salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi

Pikaista paranemista!

*Global Top 25 Pharmaceutical –
rahaston yhtiöiltä löytynee lääke
tähänkin vaivaan.*

Pharma – se on varma?

Lääkkeitä pidetään defensiivisenä alana, josta sijoittajat hakevat turvaa huonoina aikoina. Ainakin viimeisimmän kurssilaskun kohdalla tämä on jossain määrin toiminutkin. MSCI World -indeksi tippui vuoden aikana lähes 30 % ja esim. Global Pharma -rahasto ”vain” 12,45 %.



Toimiala sinänsä ainakin kasvaa. Maailman lääkemyynti on vajaassa 20 vuodessa yli kolminkertaistunut ja oli vuonna 2006 vajaat 500 miljardia euroa. Kymmenen suurimman yhtiön osuus tästä oli yli 40 %. Pohjois-Amerissa myytiin maailman lääkkeitä noin puolet ja EU:ssa kolmannes.

Etenkin elintapasairauksien lisääntyminen ja väestön vanhempien lisäävät lääkkeiden kysyntää kehittyneissä maissa. Kaikkein suurin kasvupotentiaali lääkeyhtiöillä on kuitenkin nopeasti vaurastuvien kehittyvien maiden markkinoilla. Huolina lääketoimialan taivaalla ovat muun muassa hintojen rajoittamiseen pyrkivät lainsäädännölliset muutokset, joidenkin pitkään korkeita marginaaleja tuottaneiden patenttien umpeutuminen ja uusien lääkkeiden kohdistuminen usein entistä kapeammille potilassegmenteille.

Global Top 25 Pharmaceuticals korirahastolla pyrimme tarjoamaan asiakkaillemme helpon ja kustannustehokkaan tavan sijoittaa hajautetusti lääkealan yrityksiin. Suosittelemme ilman muuta hajautusta myös muille toimialoille tai laajoihin yleisrahastoihin.

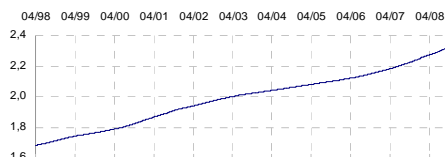


Jaana Timonen
jaana.timonen@seligson.fi

RAHAMARKKINARAHASTO AAA

30.9.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	240,1
Vertailuindeksi	3 kk rahamarkkinaindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,18 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Lunastuspalkkio	ei
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi		3 kk euribor*
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti	
3 kk	1,18 %	0,12 %	1,29 %	0,19 %	1,18 %
Vuoden alusta	3,33 %	0,14 %	3,80 %	0,20 %	3,50 %
1 v	4,52 %	0,16 %	5,17 %	0,21 %	4,80 %
3 v	10,65 %	0,14 %	12,12 %	0,18 %	11,40 %
5 v	14,94 %	0,13 %	17,09 %	0,16 %	16,26 %
10 v	35,84 %	0,15 %	40,56 %	0,18 %	39,23 %
Aloituspäivästä	38,18 %	0,15 %	43,25 %	0,18 %	41,77 %
Aloituspäivästä p.a.	3,13 %		3,48 %		3,38 %

* Sijoitustutkimuksen mukaan, ks. neljännesvuosikatsaus 1/2008, s. 19-20

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,18 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,01 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,20 %
Salkun kiertonopeus	93,54 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,28
Välityspalkkiot lähipiirille	0,00 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,11 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	0,74 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Määräaikainen talletus Tapiola 02.01.2009	Suomi	4,3 %
Määräaikainen talletus SHB 08.12.2008	Suomi	4,2 %
Määräaikainen talletus Tapiola 18.03.2009	Suomi	4,2 %
Sijoitustodistus SHB 27.10.2008	Suomi	4,1 %
Sijoitustodistus Pohjola Pankki Oyj 29.12.2008	Suomi	4,1 %
Sijoitustodistus SHB 27.2.2009	Suomi	4,1 %
Sijoitustodistus Nordea 20.07.2009	Suomi	4,0 %
Määräaikainen talletus Tapiola 26.01.2009	Suomi	3,8 %
Määräaikainen talletus SEB 03.10.2008	Suomi	3,4 %
Sijoitustodistus Nordea 21.10.2008	Suomi	3,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO

30.9.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien lainojen indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	47,0
Vertailuindeksi	EFFAS Bond Indices Euro Govt All > 1Yr
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,28 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,75 %	6,26 %	3,93 %	4,94 %
Vuoden alusta	3,86 %	5,30 %	3,16 %	4,67 %
1 v	5,16 %	5,04 %	4,32 %	4,40 %
3 v	4,38 %	3,86 %	4,85 %	3,53 %
5 v	16,11 %	3,53 %	17,96 %	3,30 %
Aloituspäivästä	49,88 %	3,59 %	53,94 %	3,47 %
Aloituspäivästä p.a.	4,14 %		4,40 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,29 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,04 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,32 %
Salkun kiertonopeus	-49,04 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA / AA / A 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,90
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	2,25 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	0,01 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

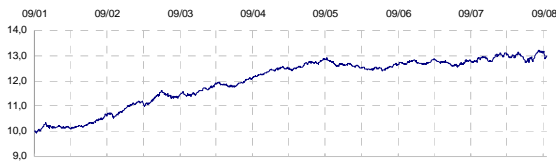
	Maa	Osuus rahastosta
Saksan valtion obligaatio 3,50% 4.1.2016	Saksa	11,4 %
Italian valtion obligaatio 4,25% 1.8.2014	Italia	9,5 %
Ranskan valtion obligaatio 3,50% 25.4.2015	Ranska	9,2 %
Saksan valtion obligaatio 6,25% 4.1.2024	Saksa	6,3 %
Suomen valtion obligaatio 3,875% 15.9.2017	Suomi	6,2 %
Itävallan valtion obligaatio 3,90% 15.7.2020	Itävalta	6,1 %
Espanjan valtion obligaatio 5,00% 30.7.2012	Espanja	5,5 %
Suomen valtion obligaatio 5,375% 4.7.2013	Suomi	4,5 %
Suomen valtion obligaatio 4,25% 4.7.2015	Suomi	4,3 %
Ranskan valtion obligaatio 4,25% 25.4.2019	Ranska	4,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND

30.9.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen indeksä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	15,1
Vertailuindeksi	Merrill Lynch EMU Corporates Non-Financial Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,33 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,69 %	5,29 %	1,32 %	4,23 %
Vuoden alusta	1,67 %	4,77 %	0,81 %	3,97 %
1 v	1,95 %	4,23 %	0,92 %	3,62 %
3 v	1,45 %	3,19 %	1,64 %	2,79 %
5 v	12,38 %	2,99 %	15,08 %	2,72 %
Aloituspäivästä	29,99 %	3,10 %	35,65 %	2,96 %
Aloituspäivästä p.a.	3,79 %		4,42 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,34 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,37 %
Salkun kiertonopeus	0,34 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 3 %, AA 11 %, A 42 %, BBB 44 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,26
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	1,65 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	0,02 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

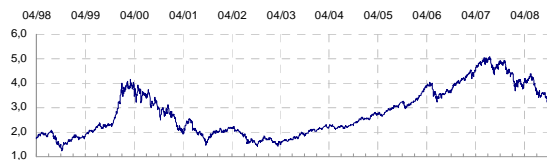
	Maa	Osuus rahastosta
Bayer AG JVK 6,00%, 10.04.2012	Saksa	3,4 %
Siemens Finance JVK 5,75% 04.07.2011	Saksa	3,4 %
Electricite De France JVK 4,625 % 06.11.2013	Ranska	3,3 %
GIE SUEZ ALLIANCE JVK 5,125 % 24.06.2015	Ranska	3,3 %
Carrefour SA JVK 4,375% 15.06.2011	Ranska	3,3 %
Deutsche Bahn Finance JVK 5% 24.07.2019	Saksa	3,3 %
Telefonica Europe BV JVK 5,125 % 14.02.2013	Espanja	3,2 %
Iberdrola Intl JVK 4,875% 18.02.2013	Espanja	3,2 %
RWE Finance Bv JVK 4,625 % 23.07.2014	Saksa	3,2 %
Suomen valtion obligaatio 3,875% 15.9.2017	Suomi	3,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SUOMI -INDEKSIRAHASTO

30.9.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Suomalaisiin osakkeisiin sijoittava indeksirahasto.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	18,5
Vertailuindeksi	OMX Helsinki Benchmark Cap_GI
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-17,55 %	27,33 %	-17,16 %	27,17 %
Vuoden alusta	-31,24 %	26,92 %	-30,55 %	26,72 %
1 v	-37,90 %	25,34 %	-37,09 %	25,16 %
3 v	-6,25 %	20,39 %	-4,23 %	20,28 %
5 v	63,18 %	17,49 %	56,69 %	17,44 %
10 v	106,13 %	24,71 %	81,94 %	24,86 %
Aloituspäivästä	78,71 %	25,01 %	50,17 %	25,32 %
Aloituspäivästä p.a.	5,68 %		3,95 %	

* Hintaindeksi 30.6.2005 asti, 1.7.2005 alk. Helsinki Benchmark Cap –tuottoindeksi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,52 %
Salkun kiertonopeus	24,54 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,45 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	0,22 %

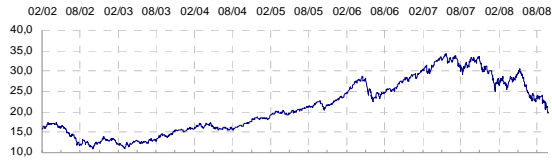
SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Yhtiö		
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	9,3 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,2 %
FORTUM OYJ	Suomi	8,1 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	8,0 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	6,6 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	4,8 %
KONE OYJ-B	Suomi	4,3 %
WARTSILA OYJ-B SHARES	Suomi	4,1 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	3,5 %
SANOMA OYJ	Suomi	3,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

OMXH25 -INDEKSIOSUUSRAHASTO
30.9.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	125,8
Vertailuindeksi	OMX Helsinki 25 -osakeindeksi
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,11 - 0,18 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-19,80 %	36,34 %	-19,80 %	36,49 %
Vuoden alusta	-34,23 %	31,21 %	-34,21 %	31,12 %
1 v	-40,37 %	28,80 %	-40,42 %	28,75 %
3 v	-12,31 %	21,82 %	-12,51 %	21,81 %
5 v	44,07 %	18,64 %	43,87 %	18,58 %
Aloituspäivästä	26,42 %	19,71 %	26,40 %	19,65 %
Aloituspäivästä p.a.	3,59 %		3,59 %	

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

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,17 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,06 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,23 %
Salkun kiertonopeus	29,71 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,19 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	0,0 %

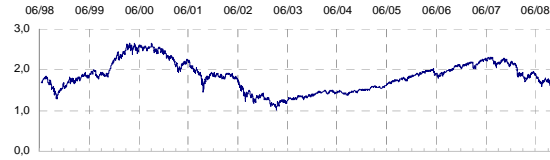
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	11,4 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,8 %
FORTUM OYJ	Suomi	9,8 %
NOKIA OYJ	Suomi	8,5 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	6,7 %
KONE OYJ-B	Suomi	6,3 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	5,9 %
NORDEA BANK AB - FDR	Ruotsi	4,3 %
WARTSILA OYJ-B SHARES	Suomi	4,2 %
METSO OYJ	Suomi	3,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA –INDEKSIRAHASTO
30.9.2008 (1.7.2008 asti Eurooppa 50 –indeksirahasto)

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ STOXX Sustainability -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	25,4
Vertailuindeksi	DJ STOXX Sustainability 1.7.2008 asti DJ STOXX 50 NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-9,52 %	29,20 %	-9,23 %	29,10 %
Vuoden alusta	-27,49 %	25,81 %	-26,79 %	23,31 %
1 v	-29,88 %	23,71 %	-29,06 %	30,92 %
3 v	-14,09 %	17,61 %	-12,16 %	21,05 %
5 v	20,67 %	15,47 %	25,26 %	17,87 %
10 v	9,79 %	21,91 %	22,37 %	23,08 %
Aloituspäivästä	-7,44 %	22,19 %	3,03 %	23,08 %
Aloituspäivästä p.a.	-0,75 %		0,29 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,45 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,24 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,69 %
Salkun kiertonopeus	81,50 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	0,30 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	0,53 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	5,4 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	4,7 %
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	3,7 %
TOTAL SA	Ranska	3,6 %
TELEFONICA S.A.	Espanja	2,8 %
BANCO SANTANDER SA	Espanja	2,6 %
E.ON AG	Saksa	2,6 %
BNP PARIBAS	Ranska	2,2 %
SIEMENS AG-REG	Saksa	2,2 %
NOKIA OYJ	Suomi	2,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

JAPANI -INDEKSIRAHASTO
30.9.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	5,0
Vertailuindeksi	TOPIX Core 30 Return Index
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,45 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitus aika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-6,73 %	26,27 %	-6,73 %	26,77 %
Vuoden alusta	-16,47 %	26,53 %	-16,13 %	26,77 %
1 v	-22,35 %	25,31 %	-21,91 %	25,61 %
3 v	-27,13 %	20,00 %	-25,84 %	20,27 %
5 v	-10,63 %	19,90 %	-6,77 %	20,00 %
Aloituspäivästä	-68,31 %	23,89 %	-66,77 %	24,81 %
Aloituspäivästä p.a.	-12,29 %		-11,82 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,46 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,53 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,99 %
Salkun kiertonopeus	-17,45 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipolkeama (tracking error)	0,68 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	0,96 %

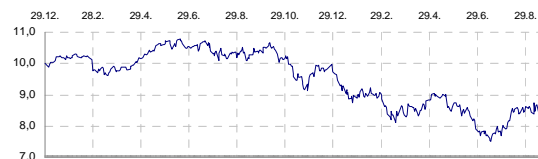
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	10,2 %
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL	Japani	9,4 %
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	Japani	4,8 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	4,8 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,8 %
NINTENDO CO LTD	Japani	4,6 %
CANON INC	Japani	4,0 %
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	Japani	3,9 %
TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	Japani	3,7 %
MATSUSHITA ELECTRIC INDUST	Japani	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

POHJOIS-AMERIKA –INDEKSIRAHASTO
30.9.2008 (1.7.2008 asti USA –indeksirahasto)

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakeindeksirahasto, joka seuraa DJ Sustainability North America -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.2006
Tyyppi	Osakerahasto, USA
Rahaston koko (milj. euroa)	4,4
Vertailuindeksi	DJ Sustainability North America 1.7.2008 asti Dow Jones Industrial Average TR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,43 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0,1 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitus aika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,22 %*	31,04 %	-1,88 %	32,93 %
Vuoden alusta	-20,21 %	25,94 %	-21,25 %	26,97 %
1 v	-25,99 %	24,51 %	-26,84 %	25,36 %
Aloituspäivästä	-22,83 %	20,37 %	-23,02 %	20,98 %
Aloituspäivästä p.a.	-13,72 %		-13,84 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,43 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,15 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,58 %
Salkun kiertonopeus	139,35 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipolkeama (tracking error)	1,16 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	0,28 %

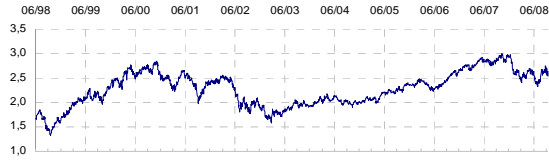
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
GENERAL ELECTRIC CO	Yhdysvallat	5,0 %
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	4,5 %
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	4,3 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	4,0 %
CHEVRON CORP	Yhdysvallat	3,4 %
JPMORGAN CHASE & CO	Yhdysvallat	3,4 %
INTL BUSINESS MACHINES CORP	Yhdysvallat	3,4 %
CISCO SYSTEMS INC	Yhdysvallat	2,8 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	2,6 %
PEPSICO INC	Yhdysvallat	2,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 BRANDS
30.9.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	30,6
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary NDR 50% MSCI Consumer Staples NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,93 %	25,21 %	3,59 %	25,45 %
Vuoden alusta	-12,86 %	21,03 %	-16,14 %	20,10 %
1 v	-11,80 %	19,46 %	-19,72 %	18,45 %
3 v	10,88 %	14,29 %	-8,74 %	13,56 %
5 v	33,26 %	13,48 %	13,15 %	12,96 %
10 v	76,57 %	18,05 %	23,73 %	15,75 %
Aloituspäivästä	51,50 %	18,40 %	3,42 %	15,93 %
Aloituspäivästä p.a.	4,12 %		0,33 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,03 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,63 %
Salkun kiertonopeus	6,72 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	5,98 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	0,87 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
PROCTER & GAMBLE CO	Yhdysvallat	7,2 %
MCDONALD'S CORP	Yhdysvallat	7,2 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	6,6 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,4 %
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	6,4 %
KELLOGG CO	Yhdysvallat	3,8 %
NIKE INC -CL B	Yhdysvallat	3,7 %
PEPSICO INC	Yhdysvallat	3,7 %
COLGATE-PALMOLIVE CO	Yhdysvallat	3,7 %
HARLEY-DAVIDSON INC	Yhdysvallat	3,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS
30.9.2008

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellinen
Rahaston koko (milj. euroa)	25,2
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintä-/lunastuspalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	ei
Kaupankäyntipalkkio (maksetaan rahastoon)	0 % merkittäessä ja lunastettaessa (0,5 % lunastettaessa, jos sijoitusaika < 6 kk)
Salkunhoitaja	Jani Holmberg / Jaana Timonen

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	6,65 %	20,34 %	6,76 %	22,99 %
Vuoden alusta	-8,11 %	17,62 %	-8,74 %	19,30 %
1 v	-12,45 %	16,45 %	-13,90 %	17,66 %
3 v	-6,46 %	12,57 %	-12,47 %	13,50 %
5 v	11,57 %	12,21 %	-2,01 %	13,58 %
Aloituspäivästä	-15,24 %	15,97 %	-25,15 %	17,88 %
Aloituspäivästä p.a.	-1,88 %		-3,27 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	0,60 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,07 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,67 %
Salkun kiertonopeus	8,95%
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	3,23 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	0,61 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
NOVARTIS AG-REG	Sveitsi	6,7 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,6 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	6,5 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	Sveitsi	6,5 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,4 %
ASTELLAS PHARMA INC	Japani	3,5 %
ABBOTT LABORATORIES	Yhdysvallat	3,5 %
TAKEDA PHARMACEUTICAL CO LTD	Japani	3,4 %
MERCK KGAA	Saksa	3,4 %
GENZYME CORP	Yhdysvallat	3,3 %

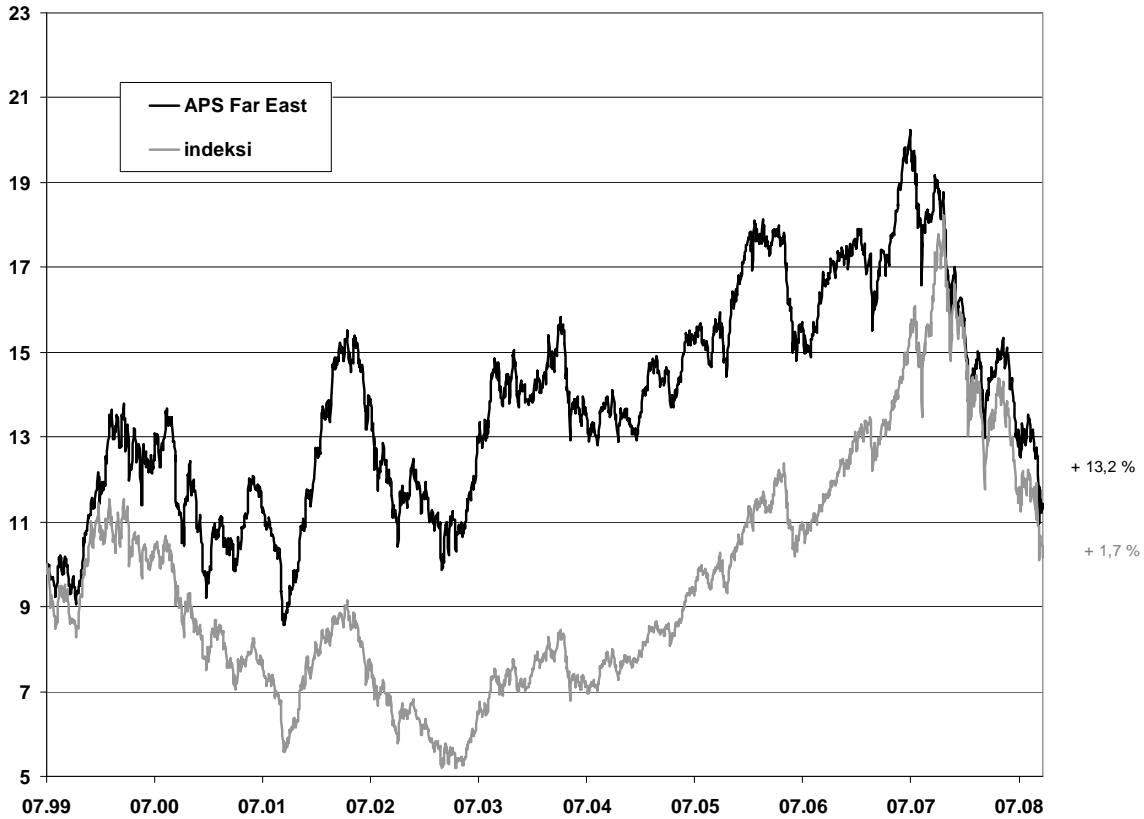
Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Kaukoidän osakemarkkinoille.

APS Far East ja vertailuindeksi

Euro

13.7.1999 - 30.9.2008



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitä
Rahaston koko (milj. euroa)	6,4
Vertailuindeksi	MSCI AC Far East ex-Japan NDR
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0 – 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika on alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	APS Asset Management

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	2,25 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,80 %
Kaupankäyntikulut	1,63 %
Kokonaiskulut (TKA)	3,88 %
Salkun kiertonopeus	108,56 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	27,43 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	2,50 %

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-15,31 %	30,94 %	-15,60 %	32,26 %
Vuoden alusta	-30,33 %	24,31 %	-34,91 %	30,47 %
1 v	-39,58 %	23,11 %	-38,81 %	30,12 %
3 v	-27,62 %	18,94 %	0,83 %	23,34 %
5 v	-17,82 %	17,65 %	47,01 %	29,20 %
Aloituspäivästä	13,19 %	20,59 %	1,66 %	27,29 %
Aloituspäivästä p.a.	1,35 %		0,18 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
HANKUK ELECTRIC GLASS	Korean tasavalta	7,0 %
KH VATEC CO LTD	Korean tasavalta	6,7 %
VARITRONIX INTERNATIONAL LTD	Hongkong	6,3 %
BYD CO LTD-H	Kiina	6,0 %
HI-P INTERNATIONAL LTD	Singapore	5,0 %
HON HAI PRECISION INDUSTRY	Taiwan	4,9 %
CHINA POWER INTERNATIONAL	Hongkong	4,5 %
KINGBOARD CHEMICALS HOLDINGS	Hongkong	4,3 %
DEL MONTE PACIFIC LTD	Singapore	3,7 %
HSU FU CHI INTERNATIONAL LTD	Kiina	2,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Myös Aasia on luonnollisesti saanut osansa maailman pörssiin romahduksesta. Rahasto pärjasi kuluneen neljänneksen aikana hieman yleistä markkinakehitystä paremmin, mutta menetti silti yli 15 % arvostaan.

Tähänkin synkkään kvartaaliin mahtuu kuitenkin myös positiivisia yllätyksiä. Viime katsauksessa raportoimme miten silloin kuluneen neljänneksen aikana rahaston heikoimmin pärjännyt osake oli akkuvalmistaja BYD, jonka oikeudenkäynti Foxconn Internationalin kanssa hermostutti markkinoita.

Tällä jaksolla BYD oli puolestaan rahaston selvästi paras osake. Osake pomppasi ylöspäin yli 40 %, kun julkistettiin uutinen, että MidAmerican Energy – Warren Buffettin Berkshire Hathawayn tytäryhtiö – osti siitä kymmenen prosentin osuuden. MidAmerican kertoi auttavansa BYDiä Yhdysvaltain markkinoilla ja näkevänsä suuria mahdollisuuksia yhtiön akkuteknologian myynnissä sähköautoteollisuudelle sekä aurinko- ja tuulienergian varastoinnissa.

Toinen jakson menestyjä oli korealainen elektroniikkalaitteiden kuoria valmistava KH Vatec, jonka kurssi koheni hieman yli 18 %. Tärkeimpänä syynä nousuun katsotaan olleen siinä, että Vatecin matkapuhelinasiakkaiden myynnissä perinteiset palikkamallit korvautuvat kasvavassa määrin liukuva-kansisilla simpukkamalleilla, joiden valmistuksessa Vatecin kilpailukyky on erinomainen. Lisäksi jakson aikana julkaissut uusia materiaaleja hyödyntävät koteloratkaisut loivat sijoittajiin optimismia yhtiön näkymien suhteen.

Korean markkina kehittyi kaiken kaikkiaankin muuta Aasiaa paremmin. Ilmeisesti lähinnä siksi, että iso indeksitoimittaja FTSE vaihtoi Koreaan kohdistuvaa kategorisointiaan kehittyvästä markkinasta kehittyneeksi.

Huonoiten rahaston osakkeista kehittyivät jakson aikana rakennusalan yritykset eli taiwanilaiset Huang Hsiang ja Huaku Development sekä korealainen Dongbu Corporation.

Jakson aikana rahastolla on ollut suuren osan aikaa normaalia isompi käteiskassa. Tämän syynä on ollut meneillään oleva salkun rakenteen muokkaus, ei näkemus markkinoiden kehityksestä.

Myynnit ja ostot

Jakson aikana rahastosta myytiin malesialaiset sähköyhtiö Tanjong, rakennusalan yritys IMJ Berhad, kiinalainen Jiangsu Expressway sekä korealainen rahtialusvarustaja Hanjin Shipping.

Voimalasektorilla Tanjongin korvasi kiinalainen China Power International. Kiinan itsenäiset energiantuottajat ovat kokeneet kovia. Tärkein raaka-aino eli hiili on kallistunut huomattavasti, mutta säännöstely ei ole antanut mahdollisuuksia nostaa sähkönhintoja vastaavalla tavalla. Myös voimaloiden polttoaineen saannissa on ollut katkoja. Itsenäisten energiayhtiöiden tulevaisuus on nähdäksemme edelleen haasteellinen, mutta arvostustaso on tällä hetkellä niin alhainen, että näemme suuremman mahdollisuuden myönteisiin yllätyksiin joko hiilen hinnan alenemisen tai sähkön myyntihinnan nousun kautta.

Jonkin verran normaalista poikkeava uusi sijoitus on korealainen monialayhtiö Doosan Corporation. Sen kohdalla sijoituksessamme on kysymys enemmän yhtymän rahoitus-asemaan ja arvostukseen liittyvästä arvioinnista, ei niinkään liiketoiminnasta sinänsä. Yhtiö on ilmoittanut myyvänsä joitakin liiketoimintayksiköitään ja mitätöivänsä yhtiön omassa hallussa olevia osakkeita. Osakkeen kurssi on tällä hetkellä peräti noin 70 % alhaisempi kuin yhtiön osien arvo. Jos nyt suunnitelluissa toimissa onnistutaan, uskomme tämän monialayhtiöihin usein liittyvän alihinnonnetun liikkuvan selvästi lähemmäksi osien summa-arvoa.

Hyundai Development on Korean suurin rakennuttaja. Myös sen osake on kärsinyt markkinoiden epäuskosta rakennusalaan, mutta yhtiöllä on nähdäksemme riittävästi jo varmistettuja tilauksia, jotta sen osakekohtainen tulos voi selvästi parin seuraavan vuoden aikana.

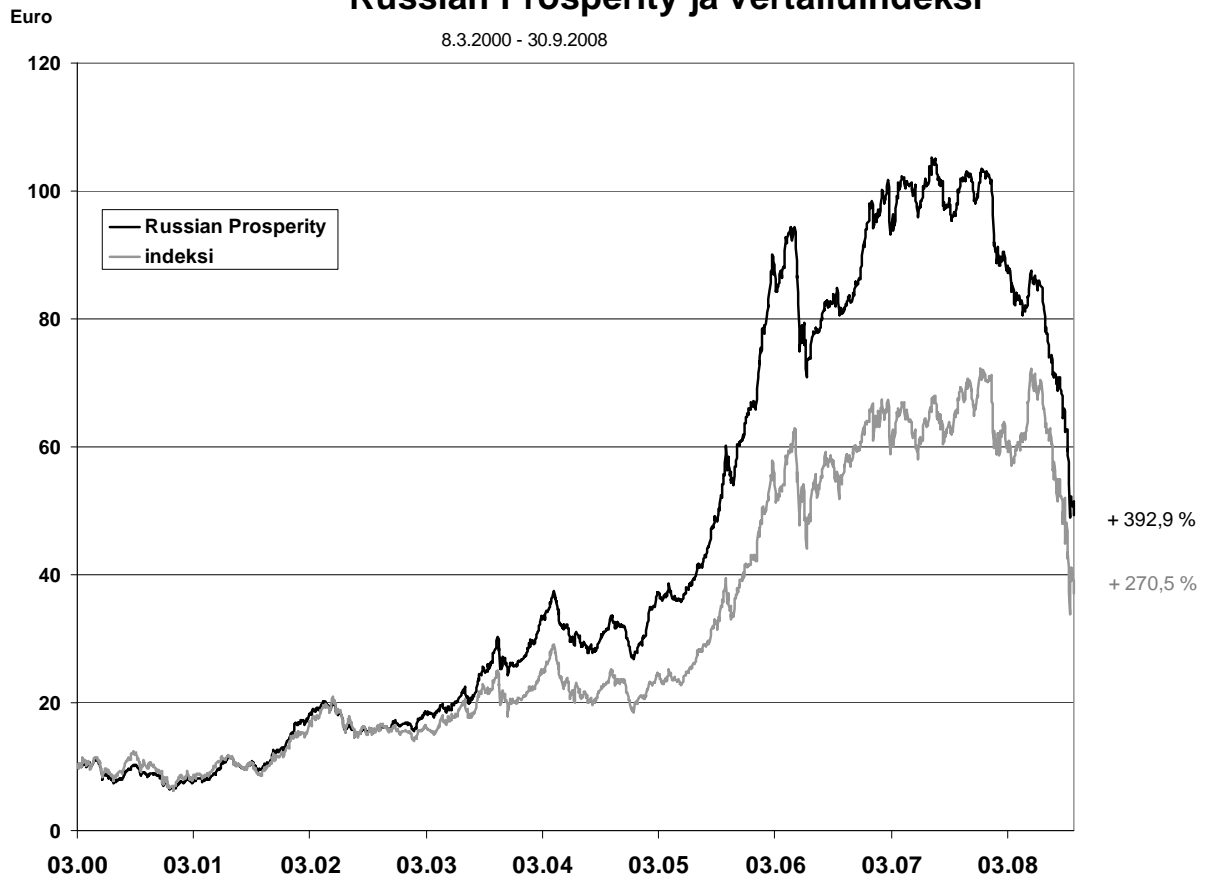
APS:n sijoitusfilosofia

Jatkamme pitkäjänteistä tarkkaan tutkimukseen perustuvaa työtä tavoitteenamme löytää hyviä yhtiöitä kiinnostavalla arvostustasolla – emme siis lähde mukaan markkinoiden muotivirtauksiin, vaikka jäisimme joskus väliaikaisesti jälkeä markkinakehityksestä. Pyrimme rakentamaan ja ylläpitämään noin 40–50 osakkeen salkkua, jonka koostumus on sellainen, että jokaisen osakkeen kohdalla voidaan nähdä useita perusteltuja syitä odottaa kurssinousua.

APS Asset Management

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa pääosin Venäjän osakemarkkinoille.

Russian Prosperity ja vertailuindeksi



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	90,3
Vertailuindeksi	RTS1 - Interfax
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio (maksetaan rahastoyhtiölle)	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Kaupankäyntipalkkio lunastettaessa (maksetaan rahastoon)	0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk; muuten 0 %
Salkunhoitaja	Petri Rutanen

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1.10.2007 – 30.9.2008

Palkkiot yhteensä (TER)	1,44 %
Tuottosidonnainen palkkio (vuoden alusta)	0,00 %
Kaupankäyntikulut (arvio, suurin osa Venäjän osakekaupasta käydään ns nettokauppana ilman eksplisiittisiä välityspalkkioita)	0,36 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,80 %
Salkun kiertonopeus	8,52 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Indeksipoikkeama (tracking error)	18,43 %
Lähipiirin omistusosuus (30.9.2008)	0,08 %

TUOTTO JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-39,61 %	32,52 %	-43,93 %	67,39 %
Vuoden alusta	-51,93 %	22,53 %	-47,33 %	45,01 %
1 v	-49,77 %	20,35 %	-43,79 %	40,10 %
3 v	-14,34 %	18,00 %	-1,65 %	32,12 %
5 v	87,81 %	19,17 %	68,15 %	31,12 %
Aloituspäivästä	392,88 %	22,61 %	270,54 %	34,88 %
Aloituspäivästä p.a.	20,46 %		16,51 %	

* Huom! Kyseessä on hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET	Maa	Osuus rahastosta
TNK BP HOLDING	Venäjä	9,8 %
SURGUTNEFTGAZ	Venäjä	9,2 %
BASHNEFT- RTS	Venäjä	7,2 %
SBERBANK-CLS	Venäjä	5,5 %
LUKOIL	Venäjä	5,2 %
SOUTHERN TELECOMMUNICAT	Venäjä	4,9 %
RITEK	Venäjä	4,8 %
NEW RUSSIAN GENERATION LIMITED	Venäjä	4,7 %
TATNEFT	Venäjä	4,0 %
CENTRAL TELECOMMUNICAT	Venäjä	3,9 %

SALKUNHOITAJALTA

Kulunut neljännes oli Venäjän markkinoilla tämän vuositu-
hannan synkimpää osakkeiden menettäessä arvostaan liki
puolet. Kun osakekurssit olivat vielä toukokuussa kaikkien
aikojen korkeimmillaan, ovat ne nyt tasolla, joka on viimeksi
nähty syksyllä 2005. Kurssilasku alkoi toukokuun lopussa
öljyn ja muiden raaka-ainehintojen romahduksella ja jyrkkeni
entisestään osittain Georgian kriisin ja ennen kaikkea maail-
malla rahoitusaalaa koettelevien vaikeuksien johdosta.

Alipainomme kaikkein eniten laskeneilla toimialoilla auttoi
rahastoa hieman. RTS -vertailuindeksimme laskiessa jakson
aikana -44 % , laski rahaston arvo -40 % . Toiminnan alusta
rahasto on tuottanut 393 % ja vertailuindeksi 271 % .

Kuluvan vuoden tulosenusteilla mitattuna markkinan kes-
kimääräinen P/E -luku on nyt noin 5. Osakkeet olivat viimek-
si yhtä halpoja vuosina Yukos-skandaalin aikoihin
(2003/2004), kun sijoittajat pelkäsivät valtion puuttuvan
muidenkin yksityisten yritysten toimiin.

Suurimpiin omistuksiimme kuuluva Venäjän 4. suurin öljyn
ja kaasun tuottajan Surgutneftegazin (pref.) P/E -luku on
niinkin alhainen kuin 1,7 ja osinkotuottokin siten peräti yli
20%. Sen lisäksi olemmekin kasvattaneet öljyjätti Lukoilin ja
pahasti romahtaneen Sberbankin osuuksia salkussamme.
Olemme luopuneet suhteellisesti haastavamman arvostuksen
omaavasta Magnit -kauppaketjasta.

Pelon ja toivon vuoristorata

Venäjän osakemarkkinoilla on vuoden 2003 jälkeen ollut
peräti 12 yli 10%:n ”kurssiromahdusta”. Toistaiseksi niistä
on aina toivuttu ja nousu jatkunut. Jyrkkyydeltään ne ovat
olleet keskimäärin -19 % ja kestoltaan keskimäärin 33 päivää.

Osakekurssit ovat näistä romahduksista huolimatta kolmin-
kertaistuneet viimeisen viiden vuoden aikana. Markkinoiden
hermostunut heilunta kuvastaa hyvin sijoittajien pelkoa siitä,
että niin ei kävisi nyt ja toisaalta uskoa/toivoa siihen, että
laskussa piilisi jälleen uuden nousun alku.

Liikkeet ovat olleet todella hurjia. Syyskuussa yli 10%:n
päivän sisäinen lasku laukaisi pörssi-kaupankäynnin kes-
keyttämisen. Pörssien jälleen avauduttua piti kaupankäynti
uudestaan keskeyttää yli hetkeksi 20%:n kurssinousun takia.

Vaikka ei olekaan kovin hedelmällistä yrittää arvata täsmäl-
leen milloin kurssilaskun pohja on saavutettu, niin uskomme,
että potentiaali kurssinousuun alkaa olla suurempi kuin las-
kun jatkumiseen. Perustelut seuraavassa.

10 syytä uskoa Venäjän osakemarkkinoihin

1. Alhainen arvostustaso

Nykytason P/E -luku noin 5x edustaa erittäin alhaista arvos-
tusta, mitattuna sekä nykytuloksilla että tulevien vuosien
tulosenusteilla. Monien muiden kehittyvien markkinoiden
arvostukset huomattavasti korkeammalla (kuten esim. Kiinan
n. 13 x ja Intian n. 14 x) siitä huolimatta, että kurssit ovat
puolintuneet niissäkin.

2. Vahva tuloskasvu

Esimerkiksi Deutsche Bankin analyytikot ennustavat yritys-
ten kuluvan vuoden tuloskasvun olevan keskimäärin 24 % .
Tuloskasvun pitäisi jatkua talouskasvun jatkuessa ja Jopa
jpsessimistisimpien arvioiden mukaan Venäjän talous kasvaa
6,5 % vuosivauhtia seuraavat 3-5 vuotta.

3. Öljyveron alentaminen

Vahvasti ylijäämäinen talous on tänä vuonna saanut valtion
alentamaan öljyveroja USD 4,5 miljardilla ja lisää alennuksia
on suunnitteilla. Tämä pönkittää öljy-yhtiöiden tuloksia
25-30 % ja houkuttelee niitä investoimaan lisäkapasiteettiin.

4. Sekaannus Kaukasuksella

Länsimainenkin lehdistö on vihdoin myöntämässä, että kriisi
Etelä-Ossetiassa ei ole yksiselitteisesti pelkästään Venäjän
aloittama. Esimerkiksi Financial Times, joka oli toistuvasti
syyttänyt vain Venäjää levottomuuksista, kirjoitti 27.8.:
”*Saakashvili (Georgian presidentti) teki pahan virhearvion
hyökätessään 7. elokuuta Tskhinviliin, jonka seurauksena
Venäjä puuttui tapahtumiin puolustaakseen kylän asukkaita.*”

5. Yrityskandaalit liioiteltuja

Länsimainen lehdistö on toistuvasti rummuttanut uhkaa siitä,
että Kreml ottaisi haltuunsa länsimaisten sijoittajien osa-
omistamia yrityksiä. Kuitenkaan esim. tapaus TNK-BP:ssä ei
valtiolla ollut mitään tekemistä. Omistuskiista oli puhtaasti
yksityisten omistajien välinen ja he ovat sen keskenään jo
ratkaisseet. (TNK-BP on salkkuamme suurimpia omistuksia
ja olimme koko ajan luottavaisia, että tilanne ratkeaisi suo-
tuisasti.)

6. Rakennemuutokset kiihtyvät

Päinvastoin kuin usein väitetään, rakennemuutokset ovat
jopa vauhdittumassa. Sähkömarkkinat on juuri yksityistetty ja
vapautettu kilpailulle (monelta osin Prosperityn suositusten
mukaisesti). Tässä ollaan pidemmällä kuin juuri missään
muussa Euroopan maassa. Länsimainen lehdistö on enim-
mäkseen valinnut olla kirjoittamatta myös kaasualalla tapah-
tuvista uudistuksista. Valtion 50,002%:n omistuksessa olevan
Gazpromin monopolia ollaan murtaamassa. Seuraavana ovat
vuorossa rautatiet.

7. Lakiuudistukset jatkuvat

Lännessä on jäänyt vähälle huomiolle mittavat uudistukset mm. verolaissa ja viranomaisten puuttuminen siirtohinnoitteluun. Nämä ovat merkittävästi parantaneet yritysmaailman hallintokulttuuria ja sijoittajasuojaa. Aktivistisijoittajien kuten Prosperityn on nykyään helpompaa puuttua oikeusteitse mahdollisiin yritysten väärinkäytöksiin - ja jopa voittaa. Kaiken tason korruptiota yritetään kitkeä kovalla kädellä.

8. Investointitahti edelleen hyvä

Sekä yksityiset investoinnit yrityksiin että valtion investoinnit infrastruktuuriin jatkuvat vahvana ja luovat edellytyksiä talouskasvun jatkumiselle. Tapaamme vuosittain satoja yrityksiä ja niillä on melkein poikkeuksetta suuria laajenemishankkeita. Ja mikä parasta: niiden oma kassavirta on niin vahva, että velkarahaa ei juurikaan tarvita.

9. Pääomatase on vahva

Puheet siitä, että pääomavirrat maasta olisivat kääntyneet negatiiviseski on hölyn pölyä. Viimeaikojen muutos valtion taseessa on tekninen. Keskuspankin varannoista puolet on euroissa ja englannin punnassa. Dollarin vahvistuminen on laskenut näiden pääomien arvoa dollariin nähden. Ylijäämäinen Venäjän talous ei ole riippuvainen ulkomaisesta pääomasta.

10. Perusasiat kunnossa

Viimeinen perustelumme on puhtaasti empiirinen. Venäjän kansantalouden arvo oli vuonna 1999 alle USD 200 miljardia. Se on nyt kymmenkertainen (USD 2 000 miljardia) eli maailman 7. suurin. BKT per asukas on tässä ajassa 16 kertaistunut ja valtion nettovelka on 80%:n sijasta enää 3%. Koko ajan sataneesta kovasta kritiikistä huolimatta on saatu aikaan merkittäviä tuloksia.

Venäjän osakemarkkinat voivat tietenkin edelleen myös laskea, tulevaisuudesta kun ei varmaksi voi tietää. Uskomme kuitenkin vakaasti, että venäläiset osakkeet ovat nyt erittäin aliarvostettuja. Käsittääksemme yllä hahmoteltu ”luulojen ja todellisuuden välinen kUILU” tarjoaa pitkäjänteiselle sijoittajille suuria mahdollisuuksia.

Sijoitusneuvoja Prosperity Capital Managementin raporttien pohjalta,



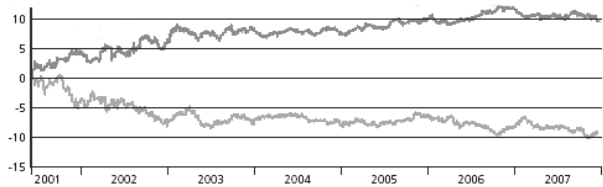
Petri Rutanen, salkunhoitaja
petri.rutanen@seligson.fi

LISÄARVOA KESTÄVÄN KEHITYKSEN ARVIOINNISTA?

Eurooppa ja Pohjois-Amerikka –indeksirahastomme seuraavat ns. kestäväen kehityksen indeksejä. Indeksit tuottaa Dow Jones ja yritysarviointista vastaa sveitsiläinen SAM eli *Sustainable Asset Management*. SAM on vastikään julkaissut yhteenvedon tutkimuksesta, jonka mukaan kestäväen kehityksen kriteerit ovat olleet järkevää valinta myös sijoittajille.

SAM jakoi viiten eri ryhmään ne maailman 2500:sta suurimmasta yhtiöstä, joista se on suorittanut ns. kestäväen kehityksen (”sustainability”) analyysin. Kuhunkin ryhmään tuli viidenneen yhtiöstä sen mukaan miten ne menestyivät SAMin arvioinnissa. SAM mallinsi näistä viidenneksistä muodostetun sijoitussalkun kehitystä vuodesta 2000 alkaen.

Tutkimuksen päätulos voidaan tiivistää seuraavaan kuvaan:



Heikoimman kestäväen kehityksen kriteereillä menestyneen viidenneksen tuotto jäi keskimäärin 1,41% p.a. koko ryhmän tuotosta 7 vuoden tarkasteluperiodilla (alempi kurssikäyrä kuvassa). Sen sijaan parhaimman viidenneksen tuotto ylitti koko ryhmän tuoton keskimäärin 1,48% p.a. tarkasteluperiodin aikana (ylempi kurssikäyrä kuvassa).

SAM perustelee kestäväen kehityksen johtoyritysten menestystä muun muassa hyvällä yritys-kulttuurilla, pitkäjänteisellä liiketoiminnan kehittämisellä, hyvällä henkilöstön potentiaal-in hyödyntämisellä sekä mainehyödyillä.

Kuulostaa hyvältä. Omia sijoituksiaan miettivän kannattaa muistaa, että mennyt ei tässä-kään ole tae tulevasta. Kyseessä ei myöskään ole puolueeton akateeminen tutkimus, vaan sen on laatinut kestäväen kehityksen arviointia harjoittava ja sitä palveluna myyvä organisaatio itse.

(Sähkö)postitamme mielellämme SAM:in julkaiseman yhteenvedon tutkimuksesta.



Petri Pohjanoksa
 09 - 6817 8207
petri.pohjanoksa@seligson.fi

Tappiolla?

Mitä sä hommaat?

Ha! Vedän illalla pikkujouluissa sijoitusversion Hassisen Koneen klassikosta.

?

Saat ihan just esinäytöksen, hetki pieni!

Yy, kaa, koo, nee!

Pee-eeni on kuulemma normaalia parempi
Miksi markkinaa pelkään?
Olenko muita arempi?

Enhän minä mikään viisas oo,
haluun vain salkkuu kestäväää.
Päästä irti isovelji, älä hiekkaan
työnnä kärsää.

On mukavaa olla tappiolla,
eihän silti oo mikään nolla.
Tappiolla on hyvä olla,
ei verot paina, ei rasitu polla.
Antaudu sinäkin suosiolla
ja **anna salkkusi olla!**

No ja! Luuletsä että jengi diggaa?

Öö..joo..
kyl ne varmaan.

Ne? Etkö sä ole tulossa?

Joo, en... tai siis
mun pitää..öö..
tarkistella mun
allokaatiota...

SELIGSON & CO

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

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.

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

PALVELUMME

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

Indeksirahastot ovat kustannustehokkain tapa muodostaa hyvin hajautettu perussalkku. Aktiivisesti hoidetut rahastomme sekä yhteistyökumppaniemme tuotteet täydentävät riski-, toimiala- ja maantieteellistä hajautusta.

Varainhoito auttaa asiakkaitamme saavuttamaan tavoitteensa kustannustehokkaasti ja hallitulla riskillä. Varainhoitorahasto Pharos on yksinkertainen ratkaisu useimmille, sijoitusneuvonta ja täyden valtakirjan varainhoito vastaavat yksilöllisen räätälöinnin tarpeisiin.

YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

Monimutkaiset instrumentit ja runsas kaupankäynti arvopapereilla ovat tuottoisia 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