

SELIGSON & CO RAHASTOT
NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 2/4 2004



Yksinkertainen on tehokasta

SELIGSON & CO

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

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

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

RAHASTOMME

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

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

YKSINKERTAINEN ON TEHOKASTA!

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

POSTITSE VAI SÄHKÖISESTI

Jos haluatte neljännesvuosikatsauksen postitse tai pdf-muodossa sähköpostitse, ilmoittakaa nimenne ja asiakasnumeronne joko sähköpostilla info@seligson.fi tai puhelimitse asiakaspalveluumme (09-6817 8200). Muussa tapauksessa löydätte katsauksen [www-sivuilltamme](http://www.sivuilltamme) aina heti sen ilmestyttyä.

RAPPORTERING PÅ SVENSKA

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

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

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

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

TOIMITUSJOHTAJALTA	4
INDEKSI- JA KORIRAHASTOT	
HEX-25 ja HEX-25 ETF	6
Eurooppa 50	7
TOPIX Core 30™	7
Global Top 25 Brands	8
Global Top 25 Pharmaceuticals	8
Euro Obligaatio	9
Euro Corporate Bond	9
Rahamarkkina.....	10
VARAINHOITORAHASTO JOUSTOSALKKU	10
AKTIIVISET RAHASTOT	
APS Far East	12
Prosperity Russia	14
Phalanx	16
Phoebus	18
Phoenix	22
Rahastojen tunnuslukujen määritelmiä.....	21
Jos kilpailu toimisi, rahastosäästäjät tienaisivat paremmin.....	26
Uudet viitteet ja uudistettu SOLO-palvelu....	27

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

1. Markkinointiesite, jossa on mm. tarkemmat kuvaukset rahastoista ja niiden sijoituspolitiikoista sekä tietoa rahastoyhtiöstä ja sen sijoitusfilosofiasta.
2. Osavuosikatsaus (puolivuositain) sisältäen mm. rahastojen tuloslaskelmat ja taseet sekä tarkemmat salkkujen erittelyt.
3. Rahastoesite joka sisältää mm. sijoitusrahastojen säännöt, hinnaston sekä tarkemmat merkintä- ja lunastusohjeet.

Suosittelimme perehtymistä rahastoesitteisiin ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Julkaisumme ovat saatavissa Seligson & Co Rahastoyhtiö Oyj:stä:

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

sekä Vakuutusyhtiö Tapiolan konttoreista.

KESÄMUOTIA 2004 - HEDGERAHASTOT

Varainhoitoala on uskomattomassa muuntautumiskyvyssään verrattavissa vaatetusalaan. Toimialan boutique suoltavat sopivasti suhdanteen mukaan uusia tuotteita, jotka ainakin päällepäin, ovat edeltäjiään parempia ja sijoittajalle houkuttelevampia. Hedgerahastojen – nimi, jolle ei hyvää suomenkielistä vastinetta ole keksitty - sijoituspolitiikat seuraavat sekä viimeisintä rahoituksen akateemista tutkimusta että salkunhoitajien villiä mielikuvitusta.

Myyntimiehen unelma

Hedgerahastot voivat, tavallisista rahastoista poiketen, ottaa vapaasti myös ”negatiivista näkemystä” johdannaisten ja niin sanotun lyhyeksi myynnin avulla. Näillä rahastoilla on, ainakin teoriassa, mahdollisuus tehdä rahaa sekä nousevilla että laskevilla markkinoilla. Ja markkinat tarkoittavat hedgerahastojen kohdalla normaalien arvopaperimarkkinoiden lisäksi raaka-aineita, sähköä, valuuttoja ja toisia rahastoja. Kun osakemarkkinat ovat liikkuneet päämäärättömästi poikileikkeessä, jolle ei näy loppua ja pitkien korkojen ennakoidaan olevan pitkän laskun jälkeen vaihteeksi noususuunnassa, syntyy rahastoyhtiön markkinointimiehelle helposti vastustamaton houkutus näiden tuotteiden myyntiin. Lupaus positii-visesta tuotosta kaikissa markkinaolosuhteissa on myyntimiehen unelma.

Rahastoyhtiön unelma

Hedgerahastojen monimutkaiset sijoituspolitiikat kuulostavat monimutkaisilta, mutta kalpenevat kuitenkin niiden todellisuudessa toteuttamien sijoitusstrategioiden kompleksisuudelle. Myös eri hedgerahastojen riskiprofiilit poikkeavat toisistaan huomattavasti (ne on tapana jaotella 5-15 alalajiin). Yhteistä niille on monimutkaisten salkkurakenteiden lisäksi

korkeat palkkiot, jotka tyypillisesti muodostuvat 1-3 % kiinteistä hallinnointipalkkioista sekä 20 % tuottosidonnaisesta palkkiosta. Näiden kulujen lisäksi sijoittajan tuottoa nakertaa monimutkaisten positioiden aiheuttamat kaupankäyntikulut.

Sijoittajan unelma?

Hedgerahastot lupaavat paljon – niiden huikeilla palkkioilla niiden on pakkokin. Kuinka ne ovat todellisuudessa onnistuneet lunastamaan lupauksensa? Suomessa sijoitusrahastoyhdistyksen listoilta löytyy 20 hedgerahastoa. Useat niistä ovat vielä untuvikkoja eikä riittävää tuottohistoriaa ole käytössä. Kahdeksalle rahastolle löytyy viiden vuoden vertailuluvut ja 13 rahastoa on ehtinyt kolmen vuoden ikään. Alla näkyvässä taulukossa nämä luvut on esitetty yhdessä muutaman osakeindeksin ja korkoindexin vastaavien lukujen kanssa.

Hedgerahastot ovat siis keskimäärin hävinneet sekä Helsingin pörssin portfolioindeksille että lyhyenkoron (ns riskitön tuotto) että pitkän koron tuotoille. Kansainvälisesti tarkasteltuna tilanne on samankaltainen. Keskiarvoja tarkasteltaessa pitää muistaa, että joukkoon mahtuu myös niitä rahastoja, jotka ovat kirkkaasti päihittäneet em. vertailuindeksit. Sijoittajan ongelma on, että hän ei voi etukäteen tietää kuka jatkossa menestyy.

Miksi ne kuolevat?

Mielenkiintoinen tilastohavainto on hedgerahastojen keskimääräinen lyhyt elinikä. USA:ssa 30-40 % hedgerahastoista lopetetaan ennen kuin ne ehtivät viiden vuoden ikään. Syitä tähän on lukuisia, mutta yksi yleisimmistä on niiden keho menestys – laboratorioissa toiminut sijoituspolitiikka on osoittautunut todellisuudessa elinkelvottomaksi ja tuote korvataan

	HEDGE- RAHASTOT	HEX-PORTFOLIO- TUOTTOINDEKSI	3 KK:N RAHA- MARKKINAINDEKSI	OBLIGAATIO- INDEKSI
5 VUOTTA	-3,50 %	1,60 %	3,50 %	4,90 %
3 VUOTTA	-3,10 %	-0,50 %	3,20 %	6,70 %

Tuottoluvut per annum.



uudella. Sääli, sillä käytännön kokeissa maksumiehinä ovat sijoittajat - rahastoyhtiöiden asiakkaat.

Jos ei toimi, keksitään uudelleen

USA:ssa hedgerahastojen menestystä kuvaavat tilastot osoittavat, että eri tyyppisten hedgerahastojen tuottoerot ovat merkittävät, koska niiden ottamat riskit ovat hyvin erilaisia. Toisin sanoen eri rahastot toimivat eri tyyppisissä markkinatilanteissa. Myyntimiesten kannalta tämä on tietysti valitettavaa, koska lupaus rahastosta, joka tuottaa kaikissa markkinatilanteissa, ei olekaan totta.

Ratkaisu tähän ongelmaan on kuitenkin jo keksitty: perustetaan rahasto, joka sijoittaa useaan eri hedgerahastoon ja poimii mukaan vain parhaat tai juuri vallitsevaan markkinatilanteeseen parhaiten sopivat. Näin saadaan tasaista tuottoa sijoittajalle ja rahastoyhtiölle uusi erittäin kannattava tuote. Tällainen rahasto perii luonnollisesti palkkiota hoitamastaan rahastosalkusta, jonka alarahastot perivät omat palkkionsa ja sitten kaikki vielä tuottosidonnaiset palkkiot vertailuindeksiensä lyömisestä.

Tällaiset hedgerahastojen rahastot (fund of hedgefunds) ovat tällä hetkellä yksi rahastomarkkinoiden nopeimmin kasvavista tuotteista. Kun niiden tuottojen heilunnasta alkaa olla tarpeeksi tietoa, voimme jäädä odottamaan hedgerahastojen rahastojen rahaston syntyä.

Uskon, että yksinkertainen on tehokasta jatkossakin. Ja kustannuksilla on merkitystä.

Jarkko Niemi
Toimitusjohtaja
Seligson & Co Oyj

PS. Myös Seligson & Co:lla on hedgerahasto, Phalanx, joka on toiminut vuodesta 1997. Pyrimme pitämään sen sijoituspolitiikan ja riskiprofiilin ymmärrettävänä ja markkinoimaan jatkossakin sitä yhtenä vaihtoehtona monien muiden joukossa, muoti-ilmiöistä riippumatta.

KESÄKISA 2004

Kesäkisamme on yksinkertainen – kerro hyvä juttu!

Sarjoja on kuitenkin kaksi.

1. Kerro juttu, joka on tapahtunut itsellesi tai jonka olet keksinyt. Kerro siinä tapauksessa myös onko tarina totta vai ei. Tärkeää on, että tässä sarjassa kerrottuja juttuja ei ole aiemmin julkaistu.
2. Kerro juttu, jonka olet kuullut, lukenut tai muokannut. Tähän sarjaan kuuluvat tarinat, jotka on aiemmin julkaistu joko paperijulkaisussa, Internetissä tai muutoin. Kerro myös jutun tai sen pohjana olevan tarinan lähde (esim. www-osoite).

Palkinnoille pääseminen edellyttää, että tarinat liittyvät jollain tavalla sijoitusmaailmaan – esimerkiksi rahastoihin, varainhoitoon, neuvontaan, eläkevakuutuksiin, pankkien toimintaan, osakesijoituksiin, jne.

Lisäksi palkitsemme ennen muuta sellaisia juttuja, joissa on jonkinlainen Seligson & Co:n toiminta-ajatuksiin liittyvä pointti. Myös itse koetut tai keksityt jutut menevät ohi yhtä hauskojen muualta kuultujen.

Palkintoina jaamme yhteensä 500 euron arvosta rahasto-osuuksia Joustosalkku varainhoitorahastoomme.

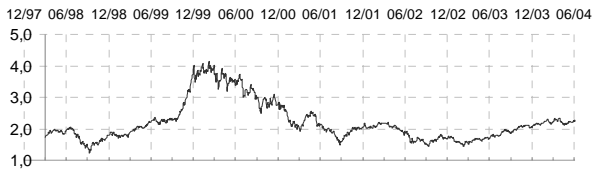
Otamme tarinoita vastaan 16.8.2004 asti ja julkaisemme voittajat 1.9.2004.

Kilpailuun voi helpoimmin osallistua [www-sivuillamme www.seligson.fi](http://www.seligson.fi), lisätietoja voi kysyä sähköpostilla ari.kaaro@seligson.fi

HEX25-INDEKSIRAHASTO

30.6.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



HEX25 -indeksirahasto seuraa HEX25 -osakeindeksiä eli sijoittaa Helsingin Pörssin 25 vaihdetuimpaan osakeeseen.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	11,5
Vertailuindeksi	HEX25 -osakeindeksi
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella € 0
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Samu Vartiainen

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,1 %	15,4 %	0,8 %	15,8 %
Vuoden alusta	10,6 %	15,1 %	6,6 %	15,8 %
12 kk	33,8 %	15,0 %	29,4 %	15,3 %
3 v	6,8 %	23,0 %	-2,5 %	23,0 %
5 v	2,9 %	28,8 %	-8,7 %	29,2 %
Aloituspäivästä	32,9 %	28,8 %	12,2 %	29,3 %
Aloituspäivästä p.a.	4,7 %		1,9 %	

* Huom! Hintaindeksi. ** HEX25-indeksiosuusrahaston tuottoluissa ei ole otettu huomioon rahastosta maksettua tuotto-osuutta. Tuotto-osuuskorjattu luku julkaistaan Internetissä www.seligson.fi. Myös HEX25-indeksirahaston ja HEX25-indeksiosuusrahaston vertailuindeksin arvot poikkeavat toisistaan (vaikka indeksi on sama), koska rahastojen arvonlaskenta suoritetaan eri kellonaikoina ja indeksin vertailuarvo määritellään arvonlaskennan kellonajan mukaan.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,5 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,1 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,7 %
Salkun kiertonopeus	71,0 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	0,5 %
Lähipiirin omistusosuus	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

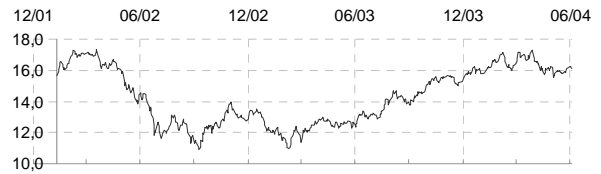
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	10,0 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,9 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	9,8 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	9,7 %
FORTUM OYJ	Suomi	8,1 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	6,9 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	5,2 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	4,7 %
KONE OYJ-B SHS	Suomi	4,5 %
ELISA COMMUNICATIONS OYJ-A S	Suomi	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

HEX25-INDEKSIOSUUSRAHASTO

30.6.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



HEX25 -indeksiosuusrahasto seuraa HEX25 -osakeindeksiä. HEX25 indeksiosuus on Helsingin Pörssissä noteerattu arvopaperi, jolla voi käydä kauppaa arvopaperivälittäjien kautta.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.2.2002
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	67,1
Vertailuindeksi	HEX25 -osakeindeksi
Minimisijoitus	100 kpl indeksiosuuksia*
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,17 - 0,25 % (rahaston koon mukaan)
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	- / osakevälityspalkkio
Lunastuspalkkio	- / osakevälityspalkkio
Salkunhoitaja	Samu Vartiainen

* Noteerattu Helsingin Pörssissä

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,9 %	17,3 %	0,5 %	15,4 %
Vuoden alusta	6,3 %	17,0 %	6,2 %	15,1 %
12 kk	29,7 %	15,6 %	29,5 %	15,1 %
3 v	-	-	-	-
5 v	-	-	-	-
Aloituspäivästä	3,8 %	20,5 %	3,8 %	20,2 %
Aloituspäivästä p.a.	1,6 %		1,6 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,3 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,1 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,3 %
Salkun kiertonopeus	35,6 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	0,3 %
Lähipiirin omistusosuus	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

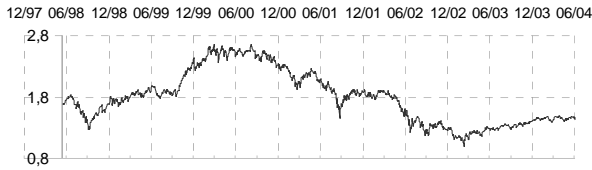
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	10,0 %
NOKIA OYJ	Suomi	9,8 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	9,7 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	9,7 %
FORTUM OYJ	Suomi	8,1 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	6,8 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	5,2 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	4,7 %
KONE OYJ-B SHS	Suomi	4,6 %
ELISA COMMUNICATIONS OYJ-A S	Suomi	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA 50 –INDEKSIRAHASTO

30.6.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	26,3
Vertailuindeksi	DJ STOXX 50
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella € 0
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	1,7 %	13,0 %	1,8 %	13,0 %
Vuoden alusta	3,4 %	12,9 %	3,8 %	12,9 %
12 kk	13,4 %	13,8 %	14,3 %	13,7 %
3 v	-30,4 %	27,8 %	-28,7 %	27,9 %
5 v	-23,2 %	25,5 %	-20,3 %	25,6 %
Aloituspäivästä	-12,7 %	25,7 %	-5,8 %	26,1 %
Aloituspäivästä p.a.	-2,2 %		-1,0 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,5 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,2 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,7 %
Salkun kiertonopeus	56,4 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	0,4 %
Lähipiirin omistusosuus	0,4 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
BP PLC	Iso-Britannia	6,7 %
HSBC HOLDINGS PLC	Iso-Britannia	5,8 %
VODAFONE GROUP PLC	Iso-Britannia	5,2 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	4,2 %
TOTAL FINA ELF SA	Ranska	4,1 %
NOVARTIS AG-REG SHS	Sveitsi	3,9 %
NESTLE SA-REGISTERED	Sveitsi	3,8 %
ROYAL DUTCH PETROLEUM	Alankomaat	3,7 %
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP	Iso-Britannia	3,0 %
UBS AG-REGISTERED	Sveitsi	2,6 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

TOPIX CORE 30™

30.6.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	57,6
Vertailuindeksi	TOPIX Core 30™
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella € 0
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-3,6 %	26,3 %	-4,0 %	27,4 %
Vuoden alusta	10,2 %	25,7 %	10,5 %	26,9 %
12 kk	26,4 %	26,2 %	28,9 %	26,4 %
3 v	-37,5 %	27,2 %	-37,3 %	28,8 %
Aloituspäivästä	-61,9 %	27,9 %	-61,6 %	29,9 %
Aloituspäivästä p.a.	-19,3 %		-19,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,5 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,3 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,8 %
Salkun kiertonopeus	20,6 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	1,9 %
Lähipiirin omistusosuus	0,2 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

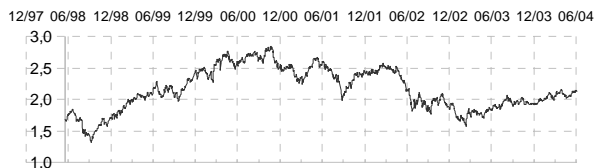
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	13,7 %
NTT DOCOMO INC	Japani	8,4 %
MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL	Japani	5,6 %
NISSAN MOTOR CO LTD	Japani	4,7 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,4 %
CANON INC	Japani	4,4 %
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	Japani	4,3 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	3,7 %
TAKEDA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

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 BRANDS

30.6.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	37,6
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary 50% MSCI Consumer Staples
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella € 0
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,5 %	12,8 %	3,0 %	13,3 %
Vuoden alusta	10,8 %	12,5 %	10,0 %	12,9 %
12 kk	16,4 %	14,3 %	17,1 %	14,1 %
3 v	-17,2 %	21,3 %	-23,0 %	18,5 %
5 v	1,0 %	20,8 %	-13,3 %	17,8 %
Aloituspäivästä	27,1 %	21,2 %	-1,6 %	17,9 %
Aloituspäivästä p.a.	4,0 %		-0,3 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,6 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,1 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,7 %
Salkun kiertonopeus	18,8 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	6,8 %
Lähipiirin omistusosuus	0,6 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
MICROSOFT CORP	Yhdysvallat	7,1 %
GILLETTE COMPANY	Yhdysvallat	7,0 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	6,6 %
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	6,3 %
MCDONALD'S CORPORATION	Yhdysvallat	5,8 %
NINTENDO CO LTD	Japani	3,9 %
HARLEY-DAVIDSON INC	Yhdysvallat	3,7 %
GROUPE DANONE	Ranska	3,4 %
COLGATE-PALMOLIVE CO	Yhdysvallat	3,4 %
WRIGLEY WM JR CO	Yhdysvallat	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS

30.6.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	24,6
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella € 0
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,6 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	5,3 %	11,9 %	4,6 %	13,1 %
Vuoden alusta	8,4 %	11,7 %	4,8 %	12,9 %
1 vuosi	7,4 %	13,1 %	-0,3 %	15,0 %
3 v	-31,7 %	18,2 %	-33,1 %	20,9 %
Aloituspäivästä	-16,6 %	19,0 %	-19,7 %	21,3 %
Aloituspäivästä p.a.	-4,0 %		-4,8 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,6 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,1 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,7 %
Salkun kiertonopeus	17,6 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	5,6 %
Lähipiirin omistusosuus	0,5 %

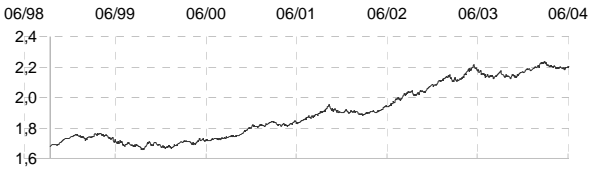
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,7 %
MERCK & CO. INC.	Yhdysvallat	6,5 %
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	6,5 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,0 %
ASTRAZENECA PLC	Englanti	5,8 %
SCHERING AG	Saksa	3,8 %
BIOGEN IDEC INC	Yhdysvallat	3,7 %
BAXTER INTERNATIONAL INC	Yhdysvallat	3,6 %
NOVO NORDISK A/S-B	Tanska	3,4 %
SCHERING-PLOUGH CORP	Yhdysvallat	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO
30.6.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa euroalueen valtioiden liikkeelle laskemien lainojen Reuters Euro Government -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	14.10.1998
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	11,6
Vertailuindeksi	Reuters Euro Government
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella € 0
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,3 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-1,2 %	3,2 %	-0,8 %	3,1 %
Vuoden alusta	1,8 %	3,3 %	1,9 %	3,1 %
12 kk	1,1 %	3,8 %	1,9 %	3,6 %
3 v	19,9 %	3,8 %	20,9 %	3,8 %
5 v	28,1 %	3,7 %	30,0 %	3,6 %
Aloituspäivästä	30,7 %	3,6 %	32,6 %	3,6 %
Aloituspäivästä p.a.	4,8 %		5,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,3 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,0 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,3 %
Salkun kiertonopeus	0,0 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,9
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	0,6 %
Lähipiirin omistusosuus	0,0 %

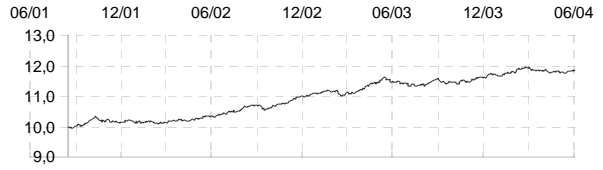
SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Valtion obl. 5.75% 23.2.00-11	Suomi	27,5 %
Valtion obl. 5.00% 25.4.98-09	Suomi	21,7 %
Valtion obl. 5,375% 04.07.02-13	Suomi	10,2 %
Saksan Valtion Obl. 5% 4.7.2011	Saksa	9,1 %
Valtion obl. 2,75% 04.07.2006	Suomi	8,6 %
Valtion obl. 3,00 % 04.07.2008	Suomi	7,6 %
Valtion obl. 5.00% 23.5.01-4.7.07	Suomi	5,8 %
Valtion obl. 4,25% 04.05.04 - 04.07.15	Suomi	4,2 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND
30.6.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Obligaatioindeksirahasto, joka seuraa yritysten liikkeelle laskemien euromääräisten lainojen Reuters Euro Corporate Bonds -indeksiä.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.9.2001
Tyyppi	Pitkät korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	3,2
Vertailuindeksi	Reuters Euro Corporate Bond
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella € 0
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,35 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,7 %	3,0 %	-0,5 %	2,9 %
Vuoden alusta	1,9 %	3,0 %	2,2 %	2,9 %
12 kk	3,2 %	3,3 %	3,8 %	3,3 %
3 v	-	-	-	-
Aloituspäivästä	18,3 %	3,3 %	21,1 %	3,4 %
Aloituspäivästä p.a.	6,2 %		7,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,4 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,6 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,0 %
Salkun kiertonopeus	0,0 %
Lainaluokitukset (rating)	A 45,9 %, BBB 54,1 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,6
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	0,9 %
Lähipiirin omistusosuus	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

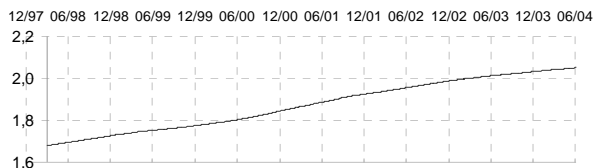
	Maa	Osuus rahastosta
Gas Natural Finance JVK 6,125 % 10.02.2010	Espanja	6,9 %
Michelin Finance JVK 6,125% 16.04.2009	Ranska	6,8 %
UPM-Kymmene JVK 6,125% 23.01.2012	Suomi	6,8 %
Bayer AG JVK 6,00%, 10.04.2012	Saksa	6,8 %
Allied Domecq JVK 5,875 12.06.2009	Iso-Britannia	6,8 %
Casino Guichard Perrach JVK 6 % 06.03.2008	Ranska	6,8 %
RWE Finance Bv JVK 5,375% 18.04.2008	Saksa	6,7 %
Sodexo Alliance JVK 5,875% 25.03.2009	Ranska	6,7 %
Banque PSA Finance 4,875% 30.01.2007	Ranska	6,6 %
Tele Danmark JVK 5,20 % 28.01.2010	Tanska	6,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

RAHAMARKKINARAHASTO

30.6.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

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

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,4 %	0,1 %	0,5 %	0,1 %
Vuoden alusta	0,9 %	0,1 %	1,1 %	0,1 %
12 kk	1,9 %	0,1 %	2,2 %	0,2 %
3 v	8,7 %	0,1 %	9,7 %	0,2 %
5 v	17,0 %	0,2 %	19,0 %	0,2 %
Aloituspäivästä	21,9 %	0,2 %	24,3 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	3,2 %		3,5 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,2 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,0 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,2 %
Salkun kiertonopeus	22,9 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,3
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	0,1 %
Lähipiirin omistusosuus	1,1 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Valtion velkasitoumus 08.02.2005	Suomi	12,5 %
Sijoitustodistus OKO 16.07.2004	Suomi	6,8 %
Valtion velkasitoumus 14.09.2004	Suomi	5,8 %
Sijoitustodistus Aktia 02.07.2004	Suomi	4,9 %
Yritystodistus Finnvera 09.09.2004	Suomi	4,8 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 01.10.2004	Suomi	4,8 %
Valtion velkasitoumus 14.12.2004	Suomi	4,8 %
Yritystodistus Sampo Oyj 14.12.2004	Suomi	4,8 %
Valtion velkasitoumus 11.01.2005	Suomi	4,8 %
Sijoitustodistus SHB 16.07.2004	Suomi	3,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

VARAINHOITORAHASTO JOUSTOSALKKU

Riskit toteutuvat

Vuoden toista vuosineljännestä osakemarkkinoilla kuvaa hyvin sanonta, jota olemme usein toistaneet: riskit toteutuvat. Tällä kertaa ne toteutuivat kehittyvillä markkinoilla. Kun maailman suuret osakemarkkinat pääosin jatkoivat nousuaan (Global Top 25 Brands +3,5 %, Eurooppa 50 +1,7 %) Aasian ja Venäjän markkinat kokivat melkoisen notkahduksen (rahastomme Prosperity Russia -15,5 % ja APS Far East -6,3 %).

Tämä korjausliike oli ehkä odotettavissa, mutta sen tarkempi ajankohta ei ollut ennakoitavissa. Kyseiset markkinat ovat edelleen kolmen vuoden tuottovertailuissa ylivoimaisia: Venäjärahoite on tuottanut 163,7 % ja Aasia 18,4 %. Samaan aikaan suuretkin osakemarkkinat ovat tuottaneet tappiota: rahastoistamme sitä kuvaavat hyvin Eurooppa 50 - 30,4 % ja Global Top 25 Brands -17,2 %. Jälleen kerran salkun hajautuksen merkitys korostui.

Riskiä ei pidä karttaa...

...vaan hallita. Sijoitamme kehittyville markkinoille, koska odotamme sieltä pitkällä aikavälillä korkeampaa tuottoa, mutta meidän on myös hyväksyttävä tähän liittyvä riski. Emme osaa reagoida ajoissa markkinoiden riskeihin ennakoimalla nousuja tai laskuja.

Voimme kuitenkin vaikuttaa riskin määrään sijoittamalla ennalta valitun riskinsietokykymme mukaisesti ja noudattamalla näitä painotuksia kurinalaisesti. Välttämällä ylilyöntejä (riskinsietokykymme ylittäviä tai alittavia painotuksia) voimme nukkua yömmen rauhassa.

Joustosalkkumme arvo laski vuoden toisella neljänneksellä 0,1 %, vertailuindeksin kehitys oli vastaavana aikana -0,4 %. Odotettu korkojen nousu alkoi näkyä pidempiin korkoihin sijoittavien rahastojen negatiivisena tuottona: esim. Euro-obligaatioindeksin tuotto oli jakson aikana -1,2 %. Riskit toteutuvat siis myös korkosijoituksissa.

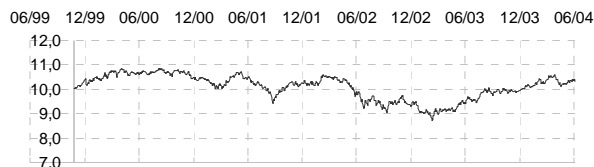
Myös tämän riskin toteutumista olemme jo osanneet odottaa, vaikka ajoituksemme olisi voinut olla muutaman vuosineljänneksen parempi. Meilläkään ei ole kristallipalloa. Jatkamme tästä huolimatta edelleen varovaista suhtautumistamme pidempiin korkomarkkinoihin.

Riskinottohalukkuutemme - ja näin ollen myös ylituotto-odotuksemme rahaston vertailuindeksiin nähden - ovat maltilliset. Osakkeet ovat edelleen vain lievässä ylipainossa, koska pitkän aikavälin arvostuksiin verrattuna, ei niitä voi pitää erityisen halpoina.

JOUSTOSALKKU

30.6.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Salkkurahasto, joka sijoittaa osake- ja korkorahastoihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.199
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	2,2
Vertailuindeksi	FTW, Reuters Euro Government
Minimisijoitus	€5 000, säästösopimuksella €0
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,7 % + 0,29-0,72 % p.a.*
Tuottosidonnainen palkkio	ei / osassa kohderahastoja
Merkintäpalkkio	1 %
Lunastuspalkkio	1 %
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot *

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-0,1 %	6,4 %	-0,4 %	4,3 %
Vuoden alusta	4,4 %	6,8 %	3,2 %	4,3 %
12 kk	10,0 %	6,6 %	6,1 %	5,0 %
3 v	-0,9 %	8,3 %	-4,3 %	7,5 %
Aloituspäivästä	3,6 %	7,7 %	0,2 %	8,4 %
Aloituspäivästä p.a.	0,8 %		0,0 %	

*Huom! Hintaindeksi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	1,1 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (myös kohderahastojen)	0,1 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,3 %
Salkun kiertonopeus	6,3 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	5,5 %
Lähipiirin omistusosuus	0,1 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Osuus rahastosta
Seligson&Co Euro Obligaatioindeksirahasto A	24,3 %
Seligson&Co Rahamarkkinarahasto A	23,8 %
Seligson&Co Global Top 25 Brands A	13,5 %
Seligson&Co Eurooppa 50 -indeksirahasto A	9,9 %
Erikoissijoitusrahasto Seligson&Co Topix Core 30 A	8,7 %
HEX25 INDEX SHARE	8,3 %
Seligson&Co Global Top 25 Pharmaceuticals A	6,2 %
Seligson&Co APS Far East A	2,9 %
Seligson & Co Prosperity Russia	1,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

Annamme kuitenkin edelleen osan mahdollisesta osakemarkkinoiden noususta jäädä salkkuamme kasvatamaan osakkeiden lievää ylipainoa. Jatkamme suhteellisessa ylipainossa Japanin sekä Kaukoidän ja Venäjän markkinoilla. Yleinen arvostustaso näillä markkinoilla on nyt USA:n ja Euroopan markkinoita edullisempi.

Koroissa ylipainotamme (uskoaksemme jatkuvalla) koronousulle vähemmän herkkiä lyhyitä korkoja rahamarkkinarahasto-sijoituksilla.

Kulujen merkitys

Emme näe tarvetta oleellisesti muuttaa jo yli vuoden pääosin muuttumattomana jatkunutta allokaatiotamme. Ainoa varma seuraus salkun suurissa muutoksissa ovat lisääntyneet kaupankäyntikulut.

Joustosalkkumme kokonaiskulut, johon sisältyvät kaupankäyntikulut ovatkin pysyneet erittäin kohtuullisena. Joustava hallintopalkkiomme, jossa huomioidaan salkun korkosijoitusten suuri osuus, tekee rahastostamme yhden vertailuluokkansa (seka-/ rahastojen rahastot) edullisimmista.

WWW-sivuillamme voi seurata Joustosalkun sisällön jakautumista sekä rahastoihin että yksittäisiin arvopapereihin. Salkusta saa myös maantieteellisen ja toimialakohtaisen jaon.

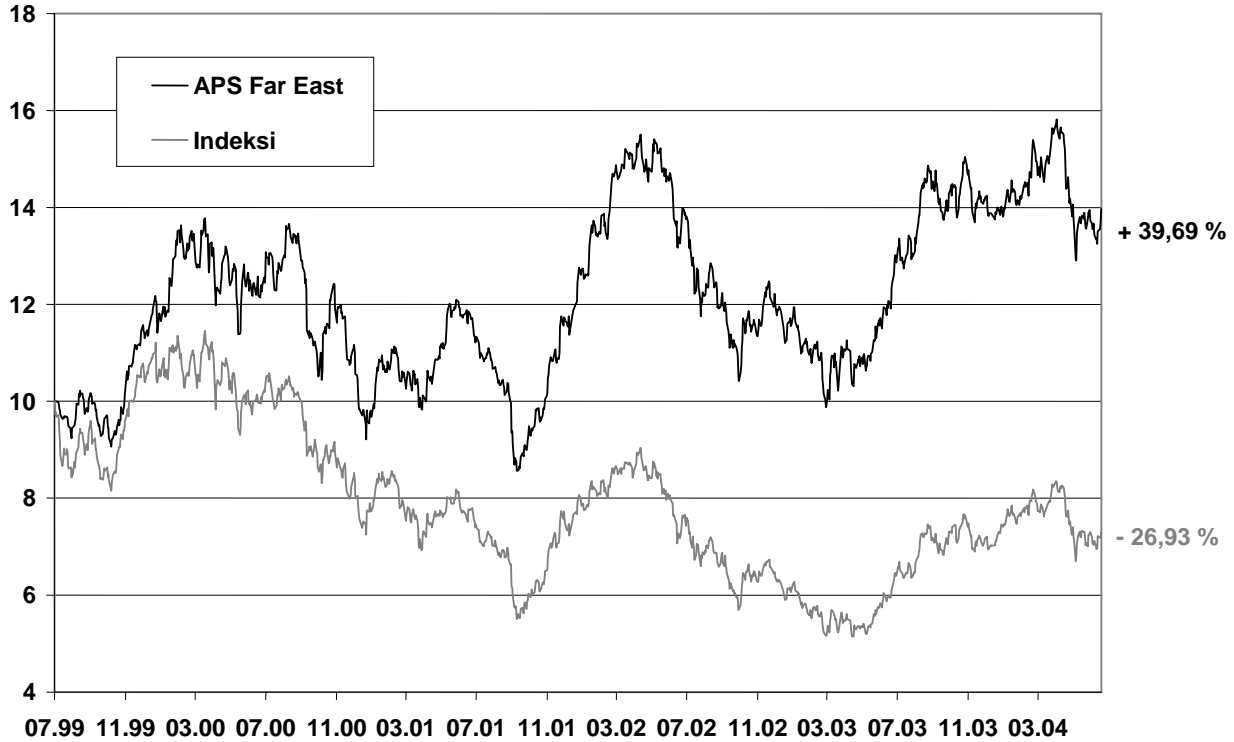
APS FAR EAST
30.6.2004

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Kaukoitän osakemarkkinoille.

osuuden
arvo
euroissa

APS Far East ja vertailuindeksi

13.7.1999 - 30.6.2004



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitää
Rahaston koko (milj. euroa)	50,3
Vertailuindeksi	MSCI AC Far East free ex-Japan
Minimisijoitus	€5 000, säästösopimuksella €0
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,2 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika on alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	APS Asset Management

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-6,3 %	22,9 %	-7,8 %	27,4 %
Vuoden alusta	0,8 %	22,5 %	2,7 %	26,9 %
12 kk	16,1 %	19,3 %	22,9 %	21,8 %
3 v	18,4 %	21,5 %	-5,7 %	24,1 %
Aloituspäivästä	39,7 %	23,0 %	-26,9 %	24,7 %
Aloituspäivästä p.a.	7,0 %		-6,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	1,2 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,4 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,6 %
Salkun kiertonopeus	38,3 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	8,0 %
Lähipiirin omistusosuus	0,3 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
VENTURE CORP LTD	Singapore	9,0 %
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	Korean tasavalta	8,0 %
TEXWINCA HOLDINGS LTD.	Hongkong	6,9 %
FU SHENG INDUSTRIAL CO LTD	Taiwan	4,9 %
DAEWOO SHIPBUILDING & MARINE	Korean tasavalta	3,8 %
JIANGSU EXPRESS CO LTD-H	Kiina	3,5 %
WANT WANT HOLDINGS LTD	Singapore	3,3 %
KINGBOARD CHEMICALS HOLDINGS	Hongkong	3,2 %
UNISEM (M) BERHAD	Malesia	3,0 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO BHD	Malesia	2,8 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella - www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Markkinat ja rahaston kehitys

Vuoden 2004 toisen neljänneksen aikana maailman osake-markkinoita kehitystä kuvaava MSCI World -indeksi nousi dollareissa mitattuna 0,4% (euroissa 1,6 %). Tuotto tuli pääasiassa USA:n ja Euroopan markkinoilta, kun taas sekä Japanin että muun Aasian markkinat enimmäkseen laskivat.

Rahastomme arvo laski neljänneksen aikana 6,3 % vertailuindeksiin laskiessa 7,8 %. Vuoden alusta rahaston arvo on noussut 0,8 % indeksiin tuottaessa 2,7 %. Aloituspäivästään lukien (13.7.1999) rahasto on tuottanut 7 % vuodessa ja vertailuindeksi laskenut 6,1 % vuodessa.

Rahaston yhtiöistä neljänneksen kurssinousultaan parhaat olivat Daewoo Shipbuilding & Marine, jonka osakkeen arvo nousi 14,6 % ja Namyang Dairy Products, joka ylsi 12,7 %. Jakson aikana ylös ja alas sahanut Pihsiang Machinery oli neljänneksen huonoin osake, pudoten jopa 29,3 %.

Aasian markkinoita painoivat edelleen öljyn ja muiden raaka-aineiden korkeat hinnat, jotka ovat nousseet selvästi korkeammalle tasolle kuin olimme odottaneet. Spekulaatiot Kiinan ohjauskoron mahdollisesta nostamisesta ovat jälleen heiluttaneet yleisiä arvostustasoja jakson aikana.

Uusia yhtiöitä

Uusia yhtiöitä salkussamme ovat korealainen KH Vatec sekä Chaoda Modern Agriculture, joka on listattu Hong Kongissa.

KH Vatec toimii telekommunikaatioalalla valmistaen miniatyyrisen pieniä osia matkapuhelimiin sinkistä ja magnesiumista. Yhtiön tuotteita ovat muun muassa sähkömagneettiset suojakalvot, magnesiumkuoret, minimaalisen pienet vivut ja helat sekä sinkkiset koristeosat.

Yhtiön varsinainen kilpailuetu muodostuu erinomaisten todella suurten sarjojen tuotantoon soveltuvasta magnesiumin valutekniikasta, joka mahdollistaa kilpailijoita selvästi alhaisemmat tuotantokustannukset. Uskomme yhtiön jatkavan kannattavaa kasvua.

Chaoda on maatalousyrittäjä, jonka pääasiallinen liiketoiminta on hedelmien ja kasvien viljely vuokratuilla mailla. Yhtiöllä on tuotantomaita 13:sta eri provinssissa Kiinassa. Kasvien hedelmien tuotanto on Kiinassa hyvin fragmentoitunutta, pääosan tuottavat pienviljelijät, joilla on vain vähän sekä maata että pääomia.

Chaoda, joka on suurin Hong Kongissa listatuissa maatalousyrityksistä, pystyy lisäämään markkinaosuuttaan hyödyntämällä suurtuotannon skaalaetuja ja ottamalla

nopeasti käyttöön uusia viljelytekniikoita. Lisäksi pystyy ohittamaan useita välikäsiä tuotteidensa myynnissä. Käsitksemme mukaan yhtiön osakkeen arvostus on selvästi liian alhainen.

Ostimme myös lisää Fu Sheng -yhtiön osakkeita, sekin korealainen yhtiö. Fu Sheng on maailman suurin golfmailojen lapojen valmistaja, jonka tehtailta Taiwanissa ja Kiinassa vierailimme jakson aikana. Uskomme, että yhtiöllä on erinomainen johto ja hyvät kasvumahdollisuudet. Osake otettiin toukokuussa ensimmäistä kertaa mukaan MSCI -indekseihin.

Strategia

Vaikka markkinoilla on viime aikoina esiintynyt makrotalouteen perustuvaa epävarmuutta, jatkamme edelleen pitkäjänteistä tarkkaan tutkimukseen perustuvaa työtä tavoitteenamme löytää hyviä yhtiöitä kiinnostavalla arvostustasolla. Pyrimme rakentamaan ja ylläpitämään noin neljäkymmenen osakkeen salkkua, jonka koostumus on sellainen, että jokaisen osakkeen kohdalla voidaan nähdä useita perusteltuja syitä odottaa kurssinousua.

APS Asset Management

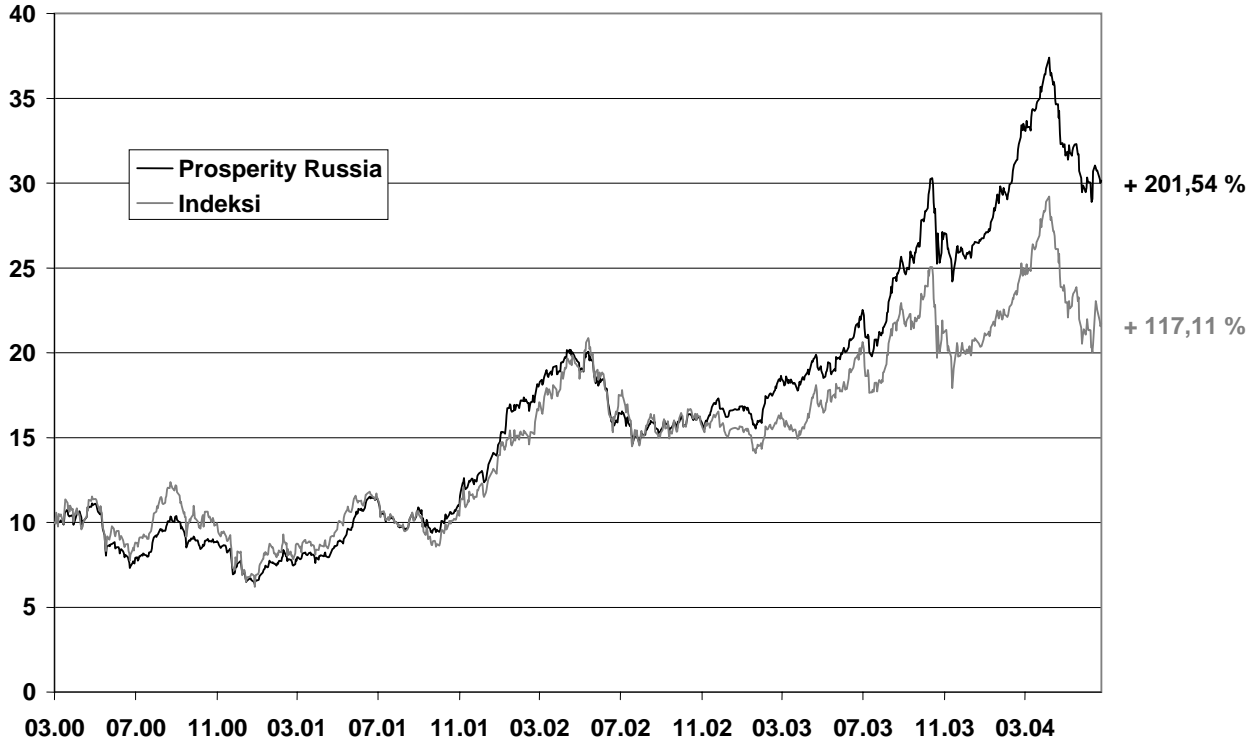
PROSPERITY RUSSIA
30.6.2004

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Venäjän osakemarkkinoille.

osuuden
arvo
euroissa

Prosperity Russia ja vertailuindeksi

8.3.2000 - 30.6.2004



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	18,3
Vertailuindeksi	RTS1 - Interfax
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella € 0
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,4 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	0 - 2,5 %, riippuen merkintäsummasta
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitusaika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Martin Paasi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	-15,5 %	23,6 %	-22,1 %	38,4 %
Vuoden alusta	13,4 %	23,5 %	6,7 %	38,1 %
12 kk	38,7 %	26,1 %	9,1 %	36,6 %
3 v	163,4 %	24,5 %	89,2 %	33,9 %
Aloituspäivästä	201,5 %	26,7 %	117,1 %	39,4 %
Aloituspäivästä p.a.	29,1 %		19,7 %	

* Huom! Hintaindeksi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	1,5 %
Tuottosidonnainen palkkio	1,0 %
Kaupankäyntikulut	0,9 %
Kokonaiskulut (TKA)	3,5 %
Salkun kiertonopeus	55,9 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	14,3 %
Lähipiirin omistusosuus	4,8 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
SURGUTNEFTEGAZ-PFD \$US	Venäjä	10,0 %
LUKOIL-US\$	Venäjä	9,5 %
SIBNEFT-\$US	Venäjä	6,3 %
TYUMEN OIL-BOARD US\$	Venäjä	5,7 %
YUKOS-\$US	Venäjä	5,5 %
CENTRAL TELECOMMUNICAT-PFD \$	Venäjä	4,8 %
VIMPELCOM-SP ADR	Venäjä	4,5 %
ORENBURGNEFT-PFD \$US	Venäjä	3,9 %
YUZHAY TELECOMMUNICAT-PFD\$	Venäjä	3,6 %
ROSNEFT-PURNEFTEGAZ-\$US	Venäjä	2,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella - www.seligson.fi



SIJOITUSNEUVOJALTA

Venäjän osakemarkkinoiden yleistä tilannetta varjostaa meillä oleva valtion ja Jukos - öljy-yhtiön välinen kiista maksamattomista veroista. Jukosin väitetään myyneen öljyä alle markkinahinnan välittäjäyhtiöille, joiden on kerrottu olevan itsenäisiä, mutta jotka verottajan tulkinnan mukaan eivät sitä todellisuudessa ole. Ja jotkut näistä välittäjäyhtiöistä sijaitsevat osavaltioissa, joissa saa Venäjän liittovaltion kehitysaluepolitiikan mukaisia veronalennuksia.

Nyt verottaja siis syyttää Jukosia siitä, että se tai sitä hallitsevat tahot ovat saaneet laittomia veronalennuksia kierrättämällä öljyä alle markkinahinnan sellaisten yhtiöiden kautta, jotka sijaitsevat kehitysalueilla ja jotka tosiasiallisesti ovat Jukosin tai sen taustavoimien kontrollissa.

Veroalennus on sidottu siihen, että yhtiöt investoivat ko. alueille. Venäjän laki ei kuitenkaan säädi mitään investointien ja veronalennusten välisestä suhteesta ja niinpä verottaja vaatiikin nyt Jukosilta näiden paperilla itsenäisten välittäjäyhtiöiden saamia veronalennuksia täysmääräisinä, korkoineen ja sakkojen kanssa.

Verottajan kokonaisvaatimus vuodelta 2000 on 3,4 miljardia dollaria, mistä korkojen osuus on peräti 30 %. Lisävaatimuksia on tulossa seuraavilta vuosilta, mutta summat ovat oletettavasti pienempiä.

Yhtiön konkurssi pitäisi joka tapauksessa olla vältettävissä, mikäli yhteinen sävel järjestelyistä verottajan kanssa löytyy. Jukosilla on edelleen vahva kassavirta sekä runsaasti ydin toimintojen ulkopuolista varallisuutta, jolle hyvin todennäköisesti löytyy halukkaita ostajia. Kysymys on siis loppujen lopuksi poliittisesta tahdosta.

Avainasemassa on neuvottelut Menatep -ryhmän kanssa, joka on Jukosin suurin omistaja ja josta vankilassa istuva Hodorkovsky omistaa yli 50 prosenttia. On todennäköistä, että Putin haluaa nähdä Menatepin menettävän hallitsevan otteensa Jukosista. Neuvotteluja Menatepin kanssa vaikeuttaa se, että sen seitsemästä tärkeimmästä omistajasta kolme on maanpaossa ja kaksi vankilassa.

Putin sanoi kesäkuun 17. päivä, että hän ei halua yhtiön joutuvan konkurssiin. Tämä ei kuitenkaan välttämättä tarkoita sitä, että hän aikoo voimakkein ottein estää konkurssitilanteen tai yhtiön luhistumisen maksuvaikeuksien vuoksi ilman konkurssia.

Tilanteet Jukosin ympärillä vaihtelevat päivä päivältä ja jupakan lopputulosta on mahdotonta ennustaa varmasti, mutta vaikka tilanne vaikuttaisikin pahenevan päivä päivältä kannattaa muistaa, että vuorokauden pimein hetki on juuri ennen auringonnousua.

Osakemarkkinat ja rahaston kehitys

Öljysektorilla on nyt selvästi Jukosiin liittyvien epäselvyyksien vuoksi Venäjän markkinoiden alhaisin arvostus. LUKoilin kohdalla ei vastaavaa ilmeisesti tarvitse pelätä, koska se sopi verottajan vaatimusten täyttämistä ilman oikeudenkäyntiä viime vuonna. Ja Sibnefin pääsee nyt kehittämään selkeästi itsenäiseksi yhtiöksi, kun siitä ei enää ole tulossa Jukosin osaa.

Rahastomme on kärsinyt öljy-yhtiöiden vaikeuksista, koska olemme ylipainottaneet öljyalaa. Odotamme kuitenkin myönteistä vastaliikettä, kunhan asioihin saadaan selkeyttä. Energiasektorin uudelleenjärjestäminen, joka on rahaston kannalta tärkeää, näyttäisi sujuvan suunnitelmien mukaan.

Monet sijoittajat ovat siirtäneet omistustaan yhtiöihin, joita öljysektorin kuohunta ei häiritse. Tästä kehityksestä ovat hyötyneet erityisesti matkapuhelinoperaattoreiden osakkeet.

Venäjän keskuspankki on sulkemaisillaan kahta maan sadan suurimman joukkoon kuuluvaa pankkia. Tämä saattaa aiheuttaa levottomuutta etenkin pankkien asikkakkaissa. Näemme tämän kuitenkin periaatteessa myönteisenä kehityksenä: on jo aika, että finanssisektorin valvonnasta tehdään tehokkaampaa.

Prosperity Capital Management

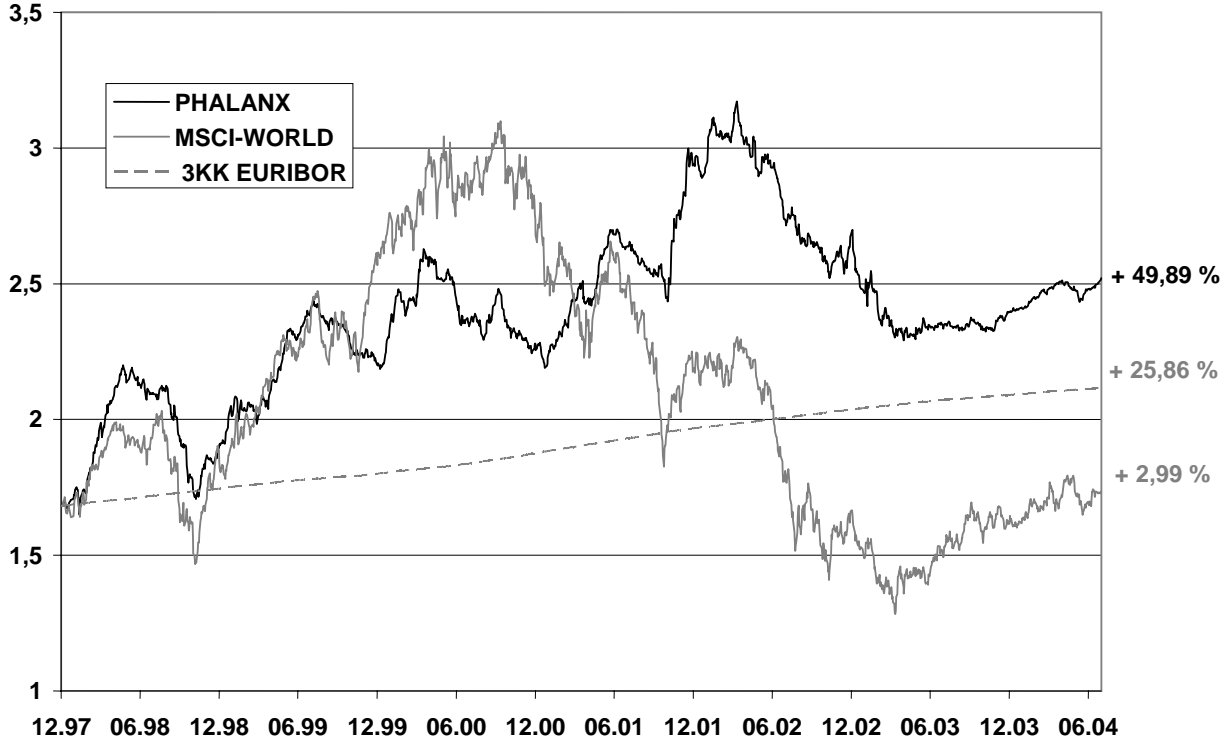
PHALANX
30.6.2004

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

osuuden
arvo
euroissa

Phalanx ja vertailuindeksi

1.12.1997 - 30.6.2004



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.12.1997
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto, hedge -rahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	5,4
Vertailuindeksi	3kk euribor
Minimisijoitus	€ 5000
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	€ 20
Salkunhoitaja	Martin Paasi

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	1,2 %
Tuottosidonnainen palkkio	0,6 %
Kaupankäyntikulut	0,3 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,0 %
Salkun kiertonopeus	50,4 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	7,0 %
Lähipiirin omistusosuus	2,1 %

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,7 %	3,9 %	0,5 %	0,1 %
Vuoden alusta	4,7 %	3,8 %	1,1 %	0,1 %
12 kk	7,5 %	3,7 %	2,2 %	0,2 %
3 v	-4,4 %	9,2 %	9,7 %	0,2 %
5 v	4,8 %	9,1 %	19,0 %	0,2 %
Aloituspäivästä	49,9 %	9,9 %	25,9 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	6,3 %		3,6 %	

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
PERRIGO CO	Yhdysvallat	0,9 %
ENPRO INDUSTRIES INC	Yhdysvallat	0,7 %
RYERSON TULL INC	Yhdysvallat	0,7 %
KYOKUTO KAIHATSU KOGYO CO	Japani	0,7 %
AOYAMA TRADING CO LTD	Japani	0,7 %
NUCOR CORP	Yhdysvallat	0,7 %
AUTOBACS SEVEN CO LTD	Japani	0,7 %
ALDERWOODS GROUP INC	Yhdysvallat	0,7 %
KINDEN CORP	Japani	0,7 %
SEKISUI JUSHI CORP	Japani	0,7 %

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

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

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

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden 2004 toisella neljänneksellä Phalanxin arvo nousi 0,7 (4,03) prosenttia volatilitiitin ollessa 3,9 (2,7) prosenttia (viime neljänneksen luvut suluissa). Eli niin kuin jo edellisessä raportissa aavistelin, tuotto oli kuluneella neljänneksellä huomattavasti edeltävää huippuneljänneistä pienempi ja myös volatilitiitti nousi hieman.

Vuoden toinen neljännes alkoi Phalanxin kannalta huonosti. Markkinat tulivat alas mikä ei sinänsä Phalanxin kaltaista rahastoa välttämättä heilautta, mutta saimme kokea viime kirjeessä mainitsemani ”flight-to-quality” ilmiön, missä sijoittajat suosivat isoja tunnettuja yhtiöitä pienempien ja tuntemattomien sijasta.

Tällainen markkinatilanne on tietenkin Phalanxin kannalta pulmallinen, koska sehän sijoittaa nimenomaan pienempiin yrityksiin jotka tyypillisesti ovat jonkinlaisissa vaikeuksissa ja siksi halpoja sekä myy lyhyeksi isoja yrityksiä, joiden arvostustasot ovat jo valmiiksi haastavalla tasolla. Kuluneella neljänneksellä rahaston arvo laskikin pahimmillaan yhden päivän aikana 0,9 prosenttia ja kumulatiivista laskua kertyi enimmillään kolmisen prosenttia. Kyseinen heilahdus kuvastaa hyvin Phalanxissa piilevän ”rakenteellisen” riskin suuruutta (jota pelkkä volatilitiitti harvemmin vangitsee). Toisin sanoen myös täysin Delta-neutraali rahasto voi tulla arvoltaan alas, vaikkakin eri syistä ja huomattavasti maltillisemmin kuin osakemarkkinat yleensä. Rahaston arvonnasku pysyi kohtalaisen maltillisena todennäköisesti myös siksi, että varsinkin ostettu salkku on niin laajasti hajautettu.

Portf. factors vs. Mkt	P/B	Size	ViM	Success
USA	1,2	1 926	24,4%	54,6
Europe	0,9	645	21,6%	53,9
Japan	0,8	677	7,4%	57,6
Average	1,0	1 088	17,5%	55,5
Universe (6.225 shrs)				
USA	6,5	45 587	3,0%	50,6
Europe	6,5	21 081	3,8%	52,6
Japan	2,5	9 873	3,7%	50,5
Average	5,3	48 116	6,7%	51,1

Toisen neljänneksen loppuun mennessä rahaston arvo kuitenkin palautui lähtötasolleen ja viimeinen kuukausi oli uuden strategian osalta ennätyskuukausi, kesäkuulta tuottoa kertyi kokonaiset 1,6 prosenttia.

Salkun Japani -osio on tuottanut poikkeuksellisen hyvin, lähes 100 000 euroa viimeisen kuukauden aikana, ja USA -osio kohtuullisesti. Euroopan ostetun- ja myydyin salkkujen erotus on kehittynyt hieman negatiivisesti. Mielestäni tämä käytännössä osoittaa, että hajauttamalla strategiaa eri mantereille, saadaan aikaiseksi hajautusta, joka aidosti vähentää riskiä. Ja koska Phalanxin strategian tuotto-odotus ei ole riippu-

vainen siitä millä mantereella sitä sovelletaan, parantaa hajautus rahaston tuotto/riski -suhdetta.

Ostetun salkun osakkeiden P/B -arvo on säilynyt täysin samana viime neljänneksestä, mutta lyhyeksi myydyin salkun arvot ovat muuttuneet ja heijastavatkin osaltaan strategian menestymistä eri mantereilla. Japanissa lyhyeksi myydyin osakkeiden markkinahinta suhteessa kirjanpitoarvoon laski 0,4 pistettä, samoin USA:ssa, kun taas Euroopassa keskimääräinen P/B -arvo nousi 0,6 pistettä.

Eli Japanissa ja Yhdysvalloissa lyhyeksi myydyin osakkeiden kurssilaskusta johtuen myös näiden P/B -arvot alenivat. Näin ollen strategiamme tuotti positiivista tulosta koska vastaavien ostettujen salkkujen osakkeet eivät laskeneet yhtä paljon (ostettujen salkkujen P/B -arvot ovat säilyneet lähes ennallaan). Euroopassa tilanne oli päinvastainen koska myydyin osakkeiden keskimääräinen P/B -arvo nousi, vaikka ostetun salkun osakkeiden P/B -arvo pysyi samana.

Vuosi sitten alkaneen nousujohteisen osakemarkkinakehityksen seurauksena osakemarkkinoiden arvostustaso on jo jonkin aikaa ollut haastava. Nyt onkin odotettavissa, että huomio asteittain siirtyy yhä enemmän tuntemattomampien yritysten puoleen, kun ”tutut” yhtiöt on ylianalysoitu. Sivujuonteena osakemarkkinoilla onkin parin viimeisen vuoden aikana ollut havaittavissa suuria pääomaliikkeitä varsinkin Aasiaan ja siellä Kiinaan, mikä on edelleen jatkunut, kun taas länsimaalaisten osakemarkkinoiden kehitys on asettunut epävarmaan ja hieman itsetutkiskelemaan tilaan. Varsinkaan Yhdysvaltain historiallisen suuri- ja edelleen syvenevä vaihtotaseen vaje ei lupaa hyvää, vaikka viime aikoina olemmekin saaneet myönteisiäkin talousuutisia ja barometrilukemia.

Phalanxin strategian kannalta tilanne on toisin sanoen lupautuva. Lisäksi pyrin hyödyntämään Yhdysvaltain tilannetta ylläpitämällä poikkeuksellisesti pientä negatiivista deltaa salkun USA -osiossa.



Martin Paasi, salkunhoitaja
martin.paasi@seligson.fi

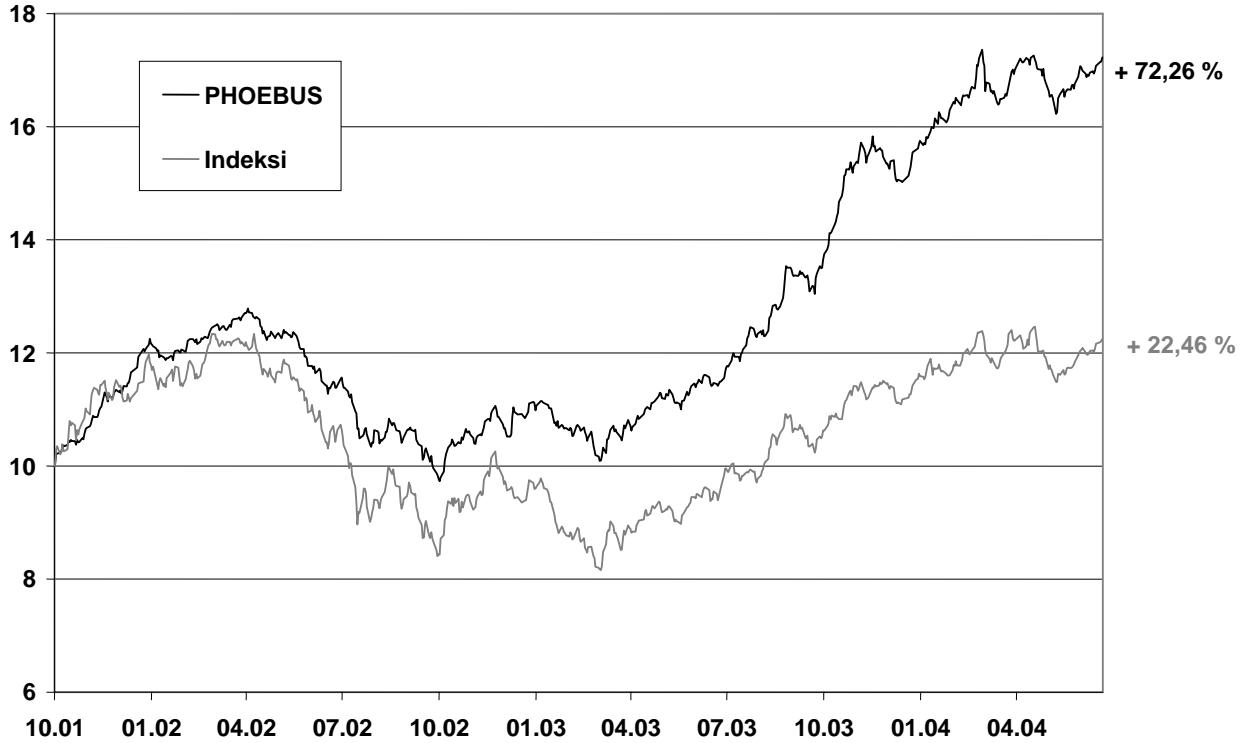
PHOEBUS
30.6.2004

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

osuuden
arvo
euroissa

Phoebus ja vertailuindeksi

10.10.2001 - 30.6.2004



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	12,4
Vertailuindeksi	75% HEX portfoliotuotto, 25% MSCI AC World Free NDR
Minimisijoitus	€ 5000
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 %
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	€ 20
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,1 %	9,1 %	1,4 %	11,0 %
Vuoden alusta	12,6 %	8,9 %	8,7 %	10,9 %
12 kk	50,4 %	10,3 %	28,8 %	11,3 %
3 v	-	-	-	-
Aloituspäivästä	72,3 %	11,0 %	22,5 %	15,7 %
Aloituspäivästä p.a.	22,1 %		7,7 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,8 %
Tuottosidonnainen palkkio	0,7 %
Kaupankäyntikulut	0,0 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,5 %
Salkun kiertonopeus	3,4 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	11,1 %
Lähipiirin omistusosuus	24,1 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	11,5 %
EXEL OYJ	Suomi	11,4 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	9,1 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	7,7 %
STOCKMANN OYJ ABP-B SHARE	Suomi	6,8 %
SUOMINEN CORPORATION	Suomi	5,1 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	4,0 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	3,9 %
CHIPS ABP-B	Suomi	3,7 %
VACON OYJ	Suomi	3,5 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Rahaston kehitys

Toinen vuosineljännes oli Phoebusin ja markkinoiden viides peräkkäinen nousuneljännes. Phoebus nousi 4,1 % vertailuindeksiin noustessa 1,4 %. Toiminnan alusta vastaavat luvut ovat +72,3 % (Phoebus) ja +22,5 % (markkinat).

Vaikka kurssinousu hidastui merkittävästi siitä mitä se viimeisen vuoden aikana on ollut, se oli edelleen hieman normaalia voimakkaampaa myös toisella neljänneksellä. Huomatkaa se.

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

Ostot ja myynnit

[THIS SPACE HAS INTENTIONALLY BEEN LEFT BLANK]

Sijoitukset

Salkussamme ei tapahtunut muutoksia toisen neljänneksen aikana. Se on minusta hyvä asia. Kun sijoituksemme ovat hyvissä yhtiöissä, joiden johto on loistava ja osake kutakuinkin järkevästi arvostettu, kaupankäynnille ei ole tarvetta. Se synnyttäisi ainoastaan turhia kuluja.

Neljänneksen tärkein tapahtuma salkkuyhtiöissämme oli Chipsin päätös alkaa etsiä seuraajaa Sture Carlsonille (katso tarkemmin seuraavalla sivulla). Johdon vaihto on mielestäni yrityksen tärkeimpiä tapahtumia. Sijoittajan tai analyytikon kannalta ongelma on, että uuden johdon pätevyyttä voi luotettavasti arvioida aikaisintaan 3-5 vuoden kuluttua. Siksi näen mielelläni uuden johdon nousevan talon sisältä, jolloin strategian jatkuvuus on suhteellisen hyvin taattu.

Toinen oleellinen tapahtuma oli Suomen tulosvaroitus. Kun kyseessä on yhtiö, joka jo usean vuoden ajan on pärjännyt odotettua huonommin, asiaan täytyy kiinnittää huomiota. Luotan edelleen vahvasti Heikki Bergholmiin, enkä ole myynyt osakkeitamme. Suomen kehitystä seuraavan 2-3 vuoden aikana on silti syytä seurata erityisen tarkasti.

Omistaja vai vuokralainen?

Salkun alhainen kiertonopeus on osoitus siitä, että olemme yhtiöidemme omistajia. Me emme ”vuokraa” niiden osakkeita, kuten useimmat sijoittajat, vaan olemme mukana pitkällä tähtäimellä. Ideaalitalanteessa omistamme osuuksia alansa kilpailukykyisimmissä yhtiöissä, joissa on poikkeuksellisen hyvä johto. Ja pidämme ne.

Luen joka vuosi sadoittain vuosikertomuksia. Kiinnitän erityisesti huomiota johdon puheenvuoroon, joka (joskus, mutta ei aina) kertoo paljon johdon laadusta. Eräs parhaita pitkiin aikoihin lukemiani on Jeff Bezosin teksti amazon.com -yhtiön vuoden 2003 vuosikertomuksessa. Lukekaa se.

Nosebleed territory?

Phoebusin hyvä kehitys on ilahduttavaa mutta samalla se aiheuttaa minulle harmaita hiuksia. Aina kun osakekurssi nousee nopeammin kuin yhtiön liiketoiminta kehittyy – kuten nyt on käynyt jo yli vuoden ajan – sijoituksen turvamarginaali ja sen tuleva tuotto-odotus vähenevät.

Vanha intiaanien sananlasku kuuluu: ”We do not inherit the Earth from our Ancestors, we borrow it from our Children”. Sama pätee osakemarkkinoilla.

Ratkaisu tähän ei ole myydä loistavia yhtiöitämme. Vaihtoehtoisten sijoituskohteiden hinnat ovat nimittäin myös nousseet. Mihin sijoittaisin myynneistä saadut rahat?

Laman kääntyessä talouskasvuksi arvostusongelma tosin näyttää usein suuremmalta kuin se on. Hyvä esimerkki on suurin sijoituksemme Tulikivi. Sen kurssi on vuodessa tuplaantunut. Mutta: yhtiö on kertonut tavoitteensa olevan ”kaksinkertaistaa nykyinen tulostaso lähivuosina”. Tämän onnistuessa P/E-luku on vain hieman yli 9, joka on näin loistavalle yhtiölle halpa.

Sen sijaan amazon.com on aivan liian kallis, vaikka se on hyvä yhtiö. Kiinnostuisin siitä jos osakekurssi olisi 50-60 % nykyistä alempi. Amazon on siis selvästi ”nosebleed territory” -alueella, eikä vain siten kuin Bezos haluaisi (luitteko jo hänen kirjeensä? – lukekaa se).

Vuosikirja 2004

Omistajina meitä kiinnostaa kaikista eniten yhtiöiden liiketoiminnan kehitys, ei osakekurssin vaihtelut. Olen siksi kirjoittanut Phoebusin Osuudenomistajan Vuosikirjan 2004, joka löytyy webbisivuiltamme (www.seligson.fi/phoebus). Sen tarkoitus on helpottaa yhtiöidemme liiketoiminnan seuranta.

Kertokaa onko se hyödyksi. Ja kertokaa miten parannamme sitä ensi vuonna.



Anders Oldenburg, salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi

Amazonin vuosikertomus löytyy mm. [www-osoitteesta](http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/97/97664/reports/2003_20Shareholder_20Letter041304.pdf)
http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/97/97664/reports/2003_20Shareholder_20Letter041304.pdf

PHOEBUS YHTIÖISTÄ



Niin kauan kuin muistan, olen pitänyt Chipsiä eräänä Suomen parhaista yhtiöistä.

Tiedän, että muistini kattaa ainakin 17 vuotta (koska löysin Chipsin vuosikertomuksen vuodelta 1987 kotoa siivotessani). Yhtä kauan kuin olen pitänyt yhtiötä hyvänä olen pitänyt sitä myös kalliina, enkä ole ikinä omistanut sitä ennen kuin ostimme sen osakkeita viime syksynä.

Chips on 17 vuodessa kehittynyt yhtiöstä, jolla oli peruna- ja lelutehdas ja joka kävi aktiivista osake- ja kalakauppaa Pohjoismaiden selvästi johtavaksi snacks-yhtiöksi, jonka osuus noin 500 miljoonan euron markkinoista (tukkuhinnoin) ylittää 40 %.

Chips on markkinajohtaja Suomessa (markkinaosuus 45 %), Ruotsissa (45 %), Tanskassa (50 %) ja Latviassa (45 %) sekä vahva kakkonen Norjassa (30 %). Eniten potentiaalia on Venäjällä, jonka markkinat ovat vasta noin 100 miljoonaa euroa, josta Chipsin viime kesänä ostaman yhtiön osuus on toistaiseksi vain 10 %.

Mutta myös Pohjoismaissa markkinat voivat edelleen kasvaa. Snacks –tuotteiden kulutus per capita on Suomessa vasta 2,3 kg vuodessa, kun se Norjassa on 6 kg. USA:ssa se on 11 kg. Jaksolla 1993-2003 Chips on kasvanut Ruotsissa 123 % (8,4 % vuodessa) ja Suomessakin 64 % (5,1 % vuodessa), vaikka sen markkinaosuus on laskenut kestäättömän korkealta tasolta.

Riskejäkin toki löytyy. Ensinnäkin kaupan omien tuotemerkkien osuus on vielä Pohjoismaissa suhteellisen alhainen 15-20 % snacks-myyntin arvosta (noin kolmannes volyyimista), mutta voimakkaassa kasvussa. Toisaalta on lohdullista, että Tanskassa, jossa private label –tuotteiden osuus markkinoiden arvosta on 35 %, Chipsin tytäryhtiö KiMsin markkinaosuus on konsernin paras (50 %). Myös liiketulosmarginaali, joka Tanskassa on 12,8 %, ylittää konsernin keskiarvon (11,9 %).

Muut merkkituottajat ovat toinen riski. Kilpailijat ovat tyypillisesti kansainvälisiä jättejä. Vuonna 2000 Procter & Gamble (Pringles) tuli ryminällä Pohjoismaihin, mutta tänään sen osuus markkinoista on enää noin 5 %. Tänä vuonna PepsiCo on tuonut Lays-snacksit kaikille markkinoille, mutta toistaiseksi erittäin varovasti. Pääkilpailija on edelleen Kraft Foodsin Estrella-tuotemerkki, joka on ollut viime vuosikymmenen suuri häviöjä. En ole erityisen huolissani, vaikka Lays maailman johtavana snacks-yhtiönä on tiukempi vastus kuin P&G.

Kunnia Chipsin menestyksestä kuuluu paljolti Sture Carlsonille, joka on ollut yhtiön johdossa vuodesta 1979. Chips ilmoitti huhtikuun lopussa alkavansa etsiä hänelle seuraajaa (vaikka viimeksi tavatessani hänet Sture lupasi tehdä töitä vielä vuosia). Tämä on ehkä suurin riski yhtiössä. Toisaalta Chips on loistava firma ja olen melko varma, että uusi johto löytyy talon sisältä (kuten lähes aina loistavissa yhtiöissä).

Chips ei edelleenkään ole halpa. Viime vuoden operatiivisella tuloksella laskettuna P/E-luku on hieman alle 22. Tässä on toki syytä huomioida, että Venäjän toiminta on edelleen tappiollista, mutta potentiaali ei silti ole arvoton. Lisäksi on syytä huomata, että pitkälle jalostetun kulutustavaramerkin asiakasuskollisuus on erittäin korkea. KiMs on itse asiassa Tanskassa tunnetumpi tuotemerkki kuin Coca-Cola!

Ennen kaikkea, en aio vuonna 2021 surra, että en taaskaan ostanut tämän loistavan yhtiön osakkeita 17 vuotta sitten.



Ostettuaan yhtiöitä yli 20 miljardilla kruunulla, Securitas on kymmenkertaistanut liiketoimintansa viimeisen 10 vuoden aikana ja on tänään maailman suurin vartiointiyritys. Sen osuus maailmanmarkkinoista on silti vasta noin 8 %.

Ydinmarkkinoillaan, vartiointipalveluissa, yhtiö on vahva – sen markkinaosuus on 15 % Euroopassa ja 19 % USA:ssa. Pohjoismaissa se hallitsee yli puolet markkinoista. Maailman muuttuessa yhä turvattommaksi – ikävä kehitys, joka valitettavasti vahvistuu – näiden jo suhteellisen kehittyneiden markkinoiden vuosittainen kasvu on 6-8 %.

Vahvin kasvu löytyy järjestelmäpuolella, niin kauppojen ja teollisuuslaitosten kuin yksityisten kotien kaukovalvonnassa erilaisin (kamera)järjestelmin. Näissä Securitas on toistaiseksi pieni, paitsi Pohjoismaissa.

Vaikka toimiala kasvaa organisesti hieman taloutta nopeammin, Securitaksen strategia on edelleen kasvaa myös yritysostoin. Tämä on ehkä yrityksen suurin riski. Ensinnäkin ostettavasta yhtiöstä täytyy aina maksaa myyjälle jokin odotusarvo, joka alentaa ostavan yhtiön omistajien potentiaalia. Toiseksi ostettavat yritykset ovat määritelmällisesti sellaisia, joita johto ei vielä tunne, joten niissä voi paljastua yllättäviä riskejä.

En myöskään voi tuntea ulkomaisia johtajiamme yhtä hyvin kuin suomalaisia. Se vähän mitä olen Thomas Berglundista nähnyt (webbivideoissa) ja kuullut (ulkomaisilta kollegoiltani) vaikuttaa kuitenkin erittäin lupaavalta. Berglund on toiminut Securitaksessa jo 19 vuotta, joista viimeiset 10 toimitusjohtajana, mutta on silti vasta 52-vuotias.

Päätin ostaa osakkeita, kun kurssi oli pudonnut 60 % huipustaan. Securitas oli aiemmin osakemarkkinoiden lemmikki, joka sai lisälentoa 11.9.2001 tuoman volyymin kasvun ansiosta, kunnes USA:n liittovaltio päätti federalisoida (eli valtiolistaa - miksei USA:ssa sanota ”sosialisoida”?) kaikki lentokenttien valvontatoiminnot.

Ikään kuin tämä ei olisi ollut tarpeeksi paha isku, Securitas onnistui pahasti möhlimään euron lanseerauksen rahankuljetustoiminnoissaan, minkä lisäksi dollari lähti luisumaan (noin 40 % Securitaksen toiminnasta on USA:ssa).

Osake saattaa edelleen näyttää ensi silmäyksellä kalliilta – P/E-luku viime vuoden raportoidulle tulokselle (SEK 3,45) on yli 27. On kuitenkin syytä huomata, että goodwill-poistoja on suurten yritysostojen jälkeen poikkeuksellisen paljon. Niillä korjattu tulos per osake oli viime vuonna SEK 6,22 – todellinen P/E-luku on siis vain noin 15.

Kun lisäksi tuloskunto ei ole optimaalinen – mutta asiat vaikuttavat olevan menossa oikeaan suuntaan – pidän Securitasta suhteellisen alhaisen riskin sijoituksena, jonka potentiaali voi olla yllättävän hyvä, jos ja kun tuloskehityksen suunta ja osakemarkkinoiden käsitys yhtiöstä muuttuu.

RAHASTOJEN TUNNUSLUKIJEN MÄÄRITELMIÄ

Standardipoikkeama / volatiliiteetti

Riskimittari, joka kuvaa rahaston arvон heilahtelua. Mitä suurempi volatiliiteetti, sitä suurempi on rahaston tulevaan tuottoon liittyvä epävarmuus. Tunnusluku lasketaan ainoastaan mikäli rahastolla on vähintään 12 kuukauden tuottohistoria. Laskennassa käytetään päivähavaintoja ja luku ilmoitetaan prosentteina vuodessa.

Tracking error / aktiivinen riski

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

Salkun kiertonopeus

Kertoo kuinka suuri vaihtuvuus rahaston arvopapereilla tietyllä ajanjaksolla on. Kiertonopeus on rahastoon tehtyjen yhteenlaskettujen ostojen ja yhteenlaskettujen myyntien arvoista pienemmän suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla. Esimerkiksi kiertonopeus 100 % tarkoittaa, että rahaston arvopaperit ovat keskimäärin vaihtuneet kerranjakson aikana.

Kaupankäyntikulut

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

Total expense ratio / TER

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

Kokonaiskulut / TKA

Kaikkien rahastopääomasta veloitettavien kulujen (kaupankäyntikulut, TER ja mahdollinen tulossidonnainen palkkio) summa prosenttilukuna keskimääräisestä pääomasta tarkastelujaksolla.

Välityspalkkiot lähipiirille

Prosenttiosuus rahaston tarkastelujaksolla maksamista välityspalkkioista, jotka on maksettu rahastoyhtiön kanssa samaan konsolidointiryhmään kuluvalla sijoituspalveluyritykselle tai luottolaitokselle.

Korkoriski (DURAATIO)

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

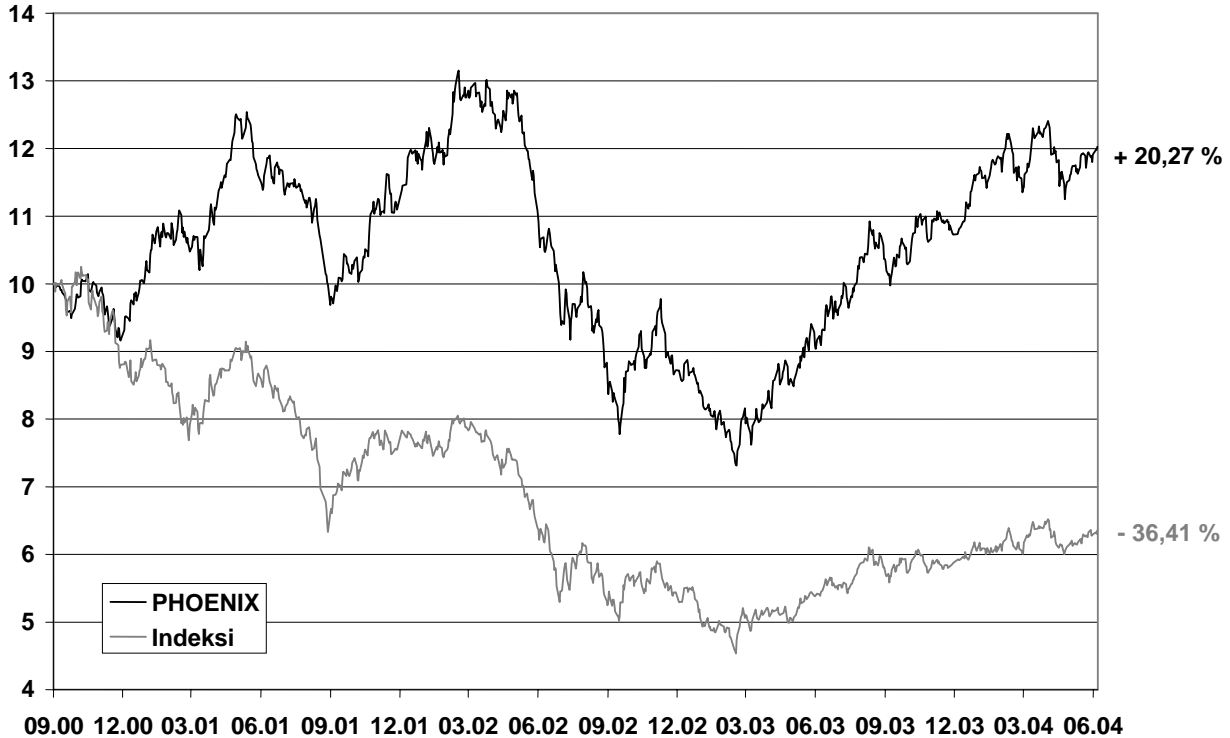
PHOENIX
30.6.2004

Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti historiallisesti alhaisesti arvostettuihin osakkeisiin.

osuuden
arvo
euroissa

Phoenix ja vertailuindeksi

25.9.2000 - 30.6.2004



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	7,7
Vertailuindeksi	MSCI All Country World Index Free
Minimisijoitus	€ 5000
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1,1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	€ 20
Salkunhoitaja	Peter Seligson

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,6 %	15,5 %	1,6 %	13,6 %
Vuoden alusta	11,2 %	15,3 %	7,5 %	13,7 %
12 kk	30,3 %	15,9 %	17,6 %	14,7 %
3 v	2,2 %	19,5 %	-27,7 %	19,5 %
Aloituspäivästä	20,3 %	19,1 %	-36,4 %	19,7 %
Aloituspäivästä p.a.	5,0 %		-11,3 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-6.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	1,1 %
Tuottosidonnainen palkkio	0,7 %
Kaupankäyntikulut	0,4 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,2 %
Salkun kiertonopeus	60,9 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	15,2 %
Lähipiirin omistusosuus	12,7 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
DIGITAL ILLUSIONS CE AB	Ruotsi	7,2 %
MCKESSON CORP	Yhdysvallat	4,8 %
ALLIANZ AG-REG	Saksa	4,6 %
INTRUM JUSTITIA AB	Ruotsi	4,5 %
SK TELECOM CO LTD-ADR	Korean tasavalta	4,5 %
SANOMAWSOY OYJ-B SHS	Suomi	4,3 %
KONINKLIJKE AHOLD NV	Alankomaat	4,2 %
SAMSUNG ELECTRONICS-GDR REGS	Korean tasavalta	3,9 %
SUN MICROSYSTEMS INC	Yhdysvallat	3,8 %
DEL MONTE FOODS CO	Yhdysvallat	3,7 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella - www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Vuoden 2004 toisen neljänneksen aikana Phoenixin rahasto-osuuden arvo nousi 2,6 % ja Morgan Stanley World –indeksi 1,6 % (dollareissa 0,4 %). Tämän neljänneksen osakkeiden arvon nousutahti oli selvästi rauhallisin vuoteen. Alku ei kuitenkaan ollut niin rauhallista, vaan osakkeet jatkoivat vielä huhtikuun alussa voittokulkuaan, mutta laskivat sitten melkoisesti huhtikuun lopussa ja toukokuussa ja elpyivät jälleen kesäkuussa. Vuositasolla ovat osakkeet vertailuindeksillämme mitattuna nousseet 17,6 % ja rahaston arvo 30,3 % - mainioita vuosituloksia.

Osakemarkkinoilla nähdyt liikkeet eivät poikkea siitä, mitä talouskasvun elpymisen tältä vaiheelta voi odottaa. Nousevat korot jarruttavat osakekurssien nousua, mutta korkeammat tulotosodotukset jättävät kuitenkin toivolle tilaa. Nämä vastakkaisiin suuntiin vetävät voimat johtavat yleensä markkinoiden voimakkaampaan heilahteluun ja lisäävät tarpeetonta kaupankäyntiä.

Minäkään en ole saanut pidäteltyä itseäni, vaan olen käynyt osakekauppaa enemmän kuin aiemmin tähän mennessä. Salkusta on poistunut 8 yhtiötä ja saman verran uusia on tullut tilalle. Minun pitäisi pystyä vakuuttamaan, että tämä kaupankäynti on ollut täysin rationaalista, mutta heikkoina hetkinä minulla on asiasta omatkin epäilyni.

Viisi myydyistä yhtiöistä olivat lähinnä aloilta, jotka eivät ole suhdanneherkkiä, kolme taas enemmänkin syklisiä eli suhdanteista riippuvia. Ostot ovat kaikki olleet enemmän tai vähemmän suhdannevetoisia. Neljässä ostetuista osakkeista olen ottanut lähes täyden 2 %:n position, neljä muuta ovat pienempiä.

Historia opettaa, että suhteiden käännyttyä on aika pikemminkin painottaa suhdanteista riippumattomia aloja, mutta tämä ei ole johdattanut toimiamme – Phoenix keskittyy erikoistilanteisiin ja huomion polttopisteessä ovat nimenomaan yksittäiset yhtiöt.

Olen joitakin kertoja tuonut esiin näkemykseni siitä, että markkinat eivät täysin arvosta Euroopan potentiaalia. Vierailuni ranskalaisissa ja saksalaisissa yhtiöissä viime vuonna vahvistivat tätä käsitystä ennestään. Katson edelleen, että vierailemani yhtiöt ovat sekä jo tehneet paljon että jatkavat edelleen toimia kannattavuuden parantamiseksi. Tosiasia on kuitenkin, että vaikutukset tuloksiin eivät näy yhtä nopeasti kuin USA:ssa, mutta ne tulevat kyllä esiin aikanaan.

Uusia yhtiöitä

Uudet yhtiöt, joista kunkin osuus on noin 2 % rahastosta, ovat Business Objects, Elcoteq, Nokia ja Rhodia. Pienemmät ostokset olivat Aker Yards, HP, Vestas och Wilhelm Wilhelmsen.



Business Objects on maailman johtava liiketoiminnan tiedonkeruun ("business intelligence") ohjelmistotalo.

Yhtiö on parhaillaan keskellä fuusiota markkinakakkosen kanssa. Huhtikuun lopussa yhtiö alensi tulosennustettaan muun muassa arvioitua suurempien fuusiokulujen vuoksi. Osakkeen kurssi laski tämän johdosta noin 30 %, mitä yhtiön toimitusjohtajan tavattuani pidän liioiteltuna.



Toisen neljänneksen huomattavin tulosvaroitaja oli kuitenkin Nokia.

Asiasta on puhuttu ja kirjoitettu päivät pääksytysten, joten en kommentoi kuin sen että markkinajohtajan EV/EBITDA:n ollessa 8,8 päätin ostaa osakkeita. En vain voinut olla ostamatta! Nähtäväksi jää oliko se liian aikaista.



Elcoteq puolestaan joutui kärsimään Nokian tulosvaroituksesta syyttä. Osake laski voimakkaasti yhtiön omasta positiivisesta tulosvaroituksesta huolimatta. Arvostus on varmasti yksi alhaisimmista alan yhtiöille, 3,8 * EBITDA.



Rhodia on yksi maailman suurimmista erikoiskemian yhtiöistä. Yhtiö on markkinajohtaja monilla osamarkkinoillaan. Rhodia irtosi omaksi yhtiökseen, kun saksalainen Hoechst ja ranskalainen Rhone-Poulanc yhdistyivät muodostaen Aventiksen vuonna 1998. Se oli silloin, kun dollari oli vahva, öljyn hinta alhainen ja markkinat hyvässä vedossa. Näiden tekijöiden käännyttyä yhtiötä vastaan voitaneen nyt jälkikäteen katsoa Rhodian perustajien kitsastelleen yhtiön kapitalisoinnissa.

Ja siitä yhtiö on saanut kärsiä markkinoiden puhaltaessa vastatuuleen. Markkina-arvo on nyt noin 650 miljoonaa euroa

nettovelan noustessa 2300 miljoonaan euroon (erilaisten osien myyntien ja osakeannin jälkeen). Rhodian liikevaihto on noin 5000 miljoonaa euroa ja yhtiön EBITDA nousee järjestelyjen jälkeen noin 600 miljoonaan euroon. Toisin sanoen EV/EBITDA on noin 5 tilanteessa, jossa yhtiö on menettänyt 500 miljoonaa euroa johtuen muun muassa valuuttakurssista ja raaka-aineiden hintojen voimakkaan nousun puristamista marginaaleista. Osan tästä pitäisi tulla takaisin, kun markkinat taas kääntyvät yhtiölle suotuisammiksi.

Pienempiä osuuksia olen siis ostanut yhtiöistä Aker Yards, HP, Vestas ja Wilhelm Wilhelmsen.

Aker Yards irrotettiin Kvaernerista. Yhtiö listattiin kesäkuun alussa, vaikka se ei oikeastaan edes täyttänyt Oslon pörssin listautumiselle asettamia ehtoja. Tarkoitus oli, että nämä täytettäisiin siten, että emoyhtiö Kvaerner myisi lisää osakkeita omistusten hajautusta koskevien vaatimusten täyttämiseksi. Huonon markkinatilanteen ja hinnan vuoksi Kvaerner ei kuitenkaan tätä tehnyt. Yhtiön alhainen arvostus ja risteily-markkinan koheneminen pakottivat minut kuitenkin ostamaan pienen määrän yhtiön osakkeita uusia tilauksia odoteltaessa.

Hewlett-Packard on ollut salkussamme aiemminkin. Kiinnostusta herättää verrattain alhainen arvostus ja tietotekniikkainvestointien elpyminen.

Myöskään Vestas ei ole uusi tuttavuus. Raportissani 4/2003 kerroin, miksi silloin luovuimme osuudestamme. Kun yhtiö nyt teki odotetun antinsa ja hinta painui alas, tartuimme taas tilaisuuteen.

Wilhelm Wilhelmsen on yksi maailman suurimpia varustamoita ja vahva myös autokuljetuksissa. Lisääntyneet kuljetustarpeet Aasiaan kohentavat voimakkaasti sen liiketoimintaa.

Myyntipuolella Aegon, BAA, Capio, The Hartford, Suez, M-Real, Pirelli ja Richemont saavuttivat niille asettamani tavoitetasot, joten myin osakkeistamme.



Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi

Tapanani on ollut kuvata tarkemmin paria sijoitustamme. Tällä kertaa vuorossa ovat hollantilainen Ahold ja amerikkalainen McKesson



Ahold on saanut huonoa mainetta jopa Suomessa asti. Yhtiön kirjanpidosta vuoden 2003 alussa löydetty

epäkohdat rikkoivat kuplan siitä, että eurooppalaisten moraaliksi olisi näissä asioissa jotenkin olennaisesti amerikkalaisia korkeampi. Ja vaikka epäselvyydet koskivat ennen muuta Aholdin amerikkalaista tytäryhtiötä nimeltä US Foodservice ovat ne silti lyöneet leiman koko yhtiöön ja sen johtoon.

Ahold on yksi Euroopan kolmesta suurimmasta kaupan alan yrityksestä. Se eroaa kilpailijoistaan siinä, että sillä on vahva asema Atlantin molemmilla puolilla. Toinen erityispiirre on merkittävä läsnäolo USA:n ravintola- ja työpaikkaruokalasektoreilla juuri US Foodservicen kautta.

Kirjanpitoskandaali 2003 on johtanut suuriin sisäisiin järjestyihin yhtiössä. Uusi ryvettymätön johtoryhmä etunässään ruotsalainen Anders Moberg ja suomalainen Hannu Ryöppönen on voimakkain ottein keskittänyt yhtiötä sen parhaisiin alueisiin. Yhtiö on myynyt toimintoja sellaisilta markkinoilta, joilla se ei ole johtavassa asemassa, leikannut voimakkaasti kustannuksia sekä siistinyt ja vahvistanut tasettaan.

Yhtiöllä on hyvä asema ja pitkät perinteet niillä markkinoilla, joissa se nyt toimii. Nyt aloitettujen kustannussäästöjen ja toimintojen järjeistämisen pitäisi pikku hiljaa johtaa tuloksiin ja saada Aholdin marginaalit lähemmäksi kilpailijoiden vastaavia. Pelkästään sen pitäisi näkyä myös osakkeen arvossa.

Pidemmillä tähtäimellä arvostukseen on merkittävä vaikutus kuitenkin juuri US Foodservicellä ja sen marginaaleilla. US Foodservicen tärkein kilpailija Sysco on jonkin verran suurempi, mutta ennen kaikkea huomattavasti kannattavampi. Sysco pystyy noin 5 %:n marginaaliin, kun US Foodservice vaappuu nollatasolla. Ero ei ole yleensä ollut näin iso, mutta US Foodservicen ongelmat ovat rapauttaneet sen neuvotteluasemia sekä asiakkaisiin että tavarantoimittajiin päin. Syscon markkina-arvo on 15 % korkeampi kuin koko Aholdin (velat mukaan lukien), mikä osoittaa hyvin sen, miten ratkaisevaa on että johto saa US Foodservicen taas kuntoon.



McKesson on suurin pohjoisamerikkalainen lääkejakelija sekä johtava sairaaloiden IT- ja materiaalitoimittaja. Yhtiön jakelee 2500 päämiehen tuotteita yli 80 000:lle apteekille, sairaalalle ja terveysasemalle yhteistyössä yli 600:n maksajaorganisaation kanssa. Kyseessä on siis kattava verkko asiakkaita, joilla puolestaan 32 miljoonaa ns. loppuasiakasta.

Lääkemarkkinoiden volyymikasvu on ollut voimakasta, noin 10 % vuodessa viimeisimmän viiden vuoden aikana, johtuen väestön ikääntymisestä ja elintason kasvusta. Saman aikaisesti – ja ehkä juuri sen vuoksi – ovat kasvaneet vaatimukset kustannussäästöistä. Tämä ilmenee sekä asiakkaiden että toimittajien taholta tulevana paineena marginaaleihin, geneeristen lääkkeiden nousuna sekä lääke- ja korvaustietojen manuaalisen käsittelyn vähentämispyrkimyksenä. Viimeksi mainitulla pyritään kustannussäästöjen lisäksi vähentämään käsittelyssä tapahtuvien virheiden määrää.

McKesson on tässä markkinatilanteessa ainutlaatuisissa asemissa sekä suuruutensa että IT-ratkaisujensa vuoksi. Yhtiön myynti onkin viimeisen viiden vuoden aikana kasvanut lähes kaksi kertaa nopeammin kuin markkinat: 17 % vuodessa ja voitto peräti 35 %.

Mikä siis ei ole kohdallaan? Miten voimme ostaa osuuden tällaisesta yhtiöstä hintaan 13,8 * voitto?

Vastaus löytyy muutaman valitettavan tekijän yhteisvaikutuksesta. Luottamus yhtiön johtoon kärsi joistain ylioptimistisista arvioista IT-kuplan huipulla 1999/2000. Markkinat eivät yleensä myöskään pidä yhdistelmästä kapenevat marginaalit ja epävarmuus ansaintamallista. Eikä auta, että USA:ssa on vaalivuosi, jolloin terveydenhoidon kustannukset nousevat perinteisesti julkiseen keskusteluun.

Paine marginaaleja kohtaan johtuu lähinnä kahdesta seikasta. Toinen niistä on se, että suurimpien päämiesten kanssa on siirrytty tapauskohtaisesta ansaintalogiikasta kiinteisiin marginaaleihin. Ja toinen on suuri muutos apteekkeihin keskittyneen lääkejakelun leviämisestä yhä enemmän supermarketteihin.

McKesson on kuitenkin pystynyt enemmän kuin korvaamaan tätä kautta syntyvät marginaalimenetykset järjestämällä koko jakeluketjunsä uudelleen ja luomalla erittäin vankat suhteet voimakkaasti kasvaviin uusiin jakelijoihin kuten Costco ja Wal-mart.

Pidemmällä tähtäyksellä jakelijan läpinäkyvämpi ja kiinteämpi asema lisännee sekä palvelun arvoa päämiehille että liiketoiminnan arvoa sen omistajille. IT-ratkaisujen roolin tullessa yhä keskeisemmäksi kasvaa myös jakelijan ”omistusosuus” jakeluketjusta. Tällöin marginaaleja voidaan hiljalleen nostaa halvempien geneeristen lääkkeiden korvauksessa kalliita alkuperäisvalmisteita, annostusprosessin ja jakelun automatisoituessa ja integraation maksajaorganisaatioiden kanssa lisääntyessä.

Yhteenvedona voidaan siis sanoa, että McKessonilla on:

- hyvin vahva kannattavuuskehitys, kassavirta ja tase
- vahva asema kasvavalla markkinalla ja strategia, jonka avulla voidaan vastata markkinan meneillään oleviin suuriin muutoksiin
- joukko hyvän kannattavuustason liiketoimintoja, joiden avulla voidaan hyödyntää terveydenhoitosektorilla tapahtuvaa kehitystä.

JOS KILPAILU TOIMISI, RAHASTOSÄÄSTÄJÄT TIENAISIVAT PAREMMIN



Mitä mahtaisi tapahtua, jos sijoittajat ryhtyisivät tosissaan kilpailuttamaan rahastoja? Moiseen ajatusleikkiin yllyttää KTT Matti Turtiaisen kesäkuussa hyväksytty väitöskirja (Markkinakuri, sijoittajansuoja ja sijoitusrahastot).

Turtiainen kirjoittaa painokkaasti tehokkaan kilpailun ja markkinakurin puolesta. Hänen mielestään ne pitävät sijoittajan puolia tehokkaammin kuin rahastojen sääntelyn lisääminen. Vaarana on, että säännökset lisäävät rahastojen kustannuksia, mutta eivät vastaavasti paranna sijoittajan asemaa.

Teoriassa tuoreen tohtorin kanssa on helppo olla samaa mieltä. Kilpailu on usein tehokkain tapa huolehtia siitä, että kuluttajat saavat hyvää palvelua kohtuullisin kustannuksin. Jos kilpailu toimii, se pakottaa yritykset toimimaan asiakkaan edun mukaisesti olipa menettely pakollista tai ei.

Äkkiseltään yksityissijoittajan asema rahastomarkkinoilla näyttää vahvalta. Rahastoja on tarjolla pilvin pimein. Tiedosta ei pitäisi myöskään olla pula, sillä rahastojen tuottoja ja riskejä arvioidaan julkisuudessaakin ahkerasti. Tarjolla on myös useampi palvelu, joka pyrkii luokittelemaan rahastot vertailukelpoisiin ryhmiin ja vertailee niiden kehitystä sijoittajan puolesta.

Mutta silti: Paljon rahaa makaa rahastoissa, joiden palkkiot kuuluvat vertailuryhmänsä korkeimpiin ja tuotot ryhmän heikimpiin. Laiskasta kilpailusta kertoo sekin, että kustannustehokkaita indeksirahastoja on yhä suomalaisille yksityissijoittajille tarjolla niukasti.

Tietoa on mutta ymmärrystä puuttuu

Turtiainen löytää yhden syyn säästäjien lepsuuteen verotuksesta: rahastosäästäjät vaihtavat rahastoa laiskasti, koska rahastoa vaihtaessa joutuu maksamaan veroa mahdollisesta myyntivoitosta. Turtiainen ehdottaa ratkaisuksi Amerikan mallia, jossa veroseuraamuksia ei tule, jos varat siirtää 30 päivän kuluessa toiseen vastaavaan rahastoon.

Ajatus on mitä mainioin. Se luultavasti saisi jonkin verran liikettä rahastosäästäjiin ja pitäisi rahastot sopivasti varpailaan. Nykyisinhän vain ne säästäjät, jotka ovat sijoittaneet rahastoon vakuutus sopimuksen kautta, voivat vaihtaa rahastoa ilman veroseuraamuksia.

En kuitenkaan usko, että pelkkä verouudistus riittää. Kilpailuun ei tule tehoa ennen kuin säästäjät alkavat suhtautua rahaston valintaan yhtä käytännönläheisesti kuin uuden auton tai lomamatkan hankintaan. Eihän rahaston valinta ole sen kummempi hankinta: ensin täytyy etsiä omiin tarpeisiin sopivat vaihtoehdot, sen jälkeen voi valita niistä edullisimman.

Helpommin sanottu kuin tehty - tämän tiedän omasta kokemuksestani. Kymmenen minuuttia sijoitusneuvojan paikkeilla yleensä riittää. Sen jälkeen sijoitusasiat alkavat tuntua niin hankalilta ja vaikeilta, ettei ammattilaisen neuvoja enää tee mieli kyseenalaistaa.

Tämän jälkeen sijoitusneuvojan asettaminen samalle viivalle muiden kauppiaiden kanssa on hankalaa, vaikka hyvin tiedänkin etevänkin myyjän rajoitukset. Hän osaa kartoittaa asiakkaan tarpeet ja poimia oman talonsa tarjonnasta niihin mahdollisimman hyvin sopivat tuotteet. Asiakkaan tehtäväksi jää kuitenkin aina kilpailijoiden tarjonnan tutkiminen ja hintojen vertailu.

Toinen pulma on se, että olennainen tieto hukkuu markkinahöpinään. Kenties tiedon määrää suurempi ongelma onkin sen laatu?

Yksi hyvä esimerkki ovat rahastojen kulut: ne varmasti mainitaan kaikissa myyntipuheissa, mutta niiden merkitys ei säästäjälle välttämättä avaudu. Ainakin minulta meni monta vuotta ennen kuin osasin muuttaa ujusti prosentteina ilmaistut kulut euroiksi ja menetetyiksi tuotoiksi.

Rahaston vuotuinen hallinnointi- ja säilytyspalkkio voi olla vaikkapa yksi, kaksi tai joskus jopa kolme prosenttia pääomasta. Niiden lisäksi säästäjät voivat joutua maksamaan palkkioita rahasto-osuuksia ostaessaan ja myydessään.

Minulle ei ainakaan ole samantekevää vievää kulut kolmannen vai kaksi kolmannesta sijoituksen tuotosta. Kun säästöaika on pitkä, tällaisia eroja syntyy helposti. Esimerkiksi 10 000 euroa kasvaa viiden prosentin vuotuisella tuottooletuksella 20 vuodessa noin 22 000 euroon, jos vuotuiset kulut jäävät yhteen prosenttiin. Kulut vievät tuotosta 29 prosenttia. Kahden prosentin kuluilla pääoman kasvu jää 18 000 euroon ja kulujen osuus tuotosta nousee 53 prosenttiin. Kolmen prosentin kuluilla vastaavat luvut ovat 14 000 euroa ja 73 prosenttia.

Vaitonaisuutta perustellaan usein sillä, että rahastot ovat erilaisia ja luvut voisivat johtaa sijoittajia harhaan. Perustelu ontuu, sillä sen varjolla rahastot – tai mitkä tahansa sijoituskohteet - voisivat jättää kertomatta paljon muutakin. Tässä sijoittajan oikeuden pitää olla vahvempi: hänellä täytyy olla oikeus tietää, kuinka paljon ja mistä hän maksaa.

Rahastot kertovat yleensä varsin niukasti myös siitä, mihin ne palkkioienestinsä käyttävät. Olen tätä usein toimittajana kysellyt ja saanut saman vastauksen: ”Nämä ovat yhtiön sisäisiä asioita, jotka eivät ulkopuolisille kuulu.”

Sijoittajan kannalta ei kuitenkaan ole samantekevää kuluvatko rahat voittopuolisesti näyttäviin mainoskampanjoihin vai etevien salkunhoitajien palkkoihin tai sijoitustoimintaa tukeviin tietotekniikkainvestointeihin. Mikään laki tai säännös ei vaadi rahastoja paljastamaan näitä tietoja asiakkailleen. Mikään ei kuitenkaan estä kysymästä – tai suosimasta niitä rahastoja, jotka kertovat asioistaan avoimesti ja ymmärrettävästi.

Journalisti

Nimimerkki ”Journalisti” on kokenut taloustoimittaja

Uudet säästöviitteet ja solo-palvelu

Lähetimme kesän alussa säästöasiakkaillemme uudet henkilökohtaiset säästömerkintäviitteet. Samalla säästöosuuksien tilinumerot vaihtuivat siten, että myös säästömerkinnät tehdään tästä eteenpäin kasvuosuuksien tileille. Kasvuosuuksien tilinumerot ovat seuraavat:

RAHASTO	PANKKI	
	Nordea	Okopankki
Phoebus	159630-9508	572302-283500
Phoenix	120030-17848	572302-281892
Joustosalkku	120030-15545	572302-277981
HEX25	120030-6874	572302-278047
Eurooppa 50	120030-8201	572302-278187
Topix Core 30™	120030-16451	572302-278278
Global Top 25 Brands	120030-8193	572302-278153
Global Top 25 Pharmaceuticals	120030-17780	572302-278245
APS Far East	120030-14068	572302-278294
Prosperity Russia	120030-18564	572302-278302
Euro-obligaatio	120030-9639	572302-278211
Euro Corporate Bond	159630-9474	572302-283336
Rahamarkkina	120030-6882	572302-2494822

Myös Internetissä toimiva SOLO-merkintäpalvelumme on uudistunut. Suurin muutos on se, että Oma salkku-palvelua käyttävät asiakkaamme voivat tehdä merkintöjä SOLO:n avulla nyt suoraan Oma salkusta ja saavat omat asiakastietonsa merkintälomakkeisiin esitetytynä. Toivomme tämän helpottavan ja nopeuttavan SOLO-palvelun käyttöä rahastomerkinnoissa.

Lisätietoja asiakaspalvelustamme: puh. 09 – 6817 8200, sähköposti info@seligson.fi



SELIGSON
& CO

SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

Mannerheimintie 4, FIN-00100 Helsinki puh. (09) 6817 8200 fax (09) 6817 8222 sähköposti info@seligson.fi

www.seligson.fi

