

SELIGSON & CO RAHASTOT
NELJÄNNESVUOSIKATSAUS 3/4 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 kaupankäyntikuluja.

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 kehittymätöntä (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-sivuiltamme](http://www.sivuiltamme) 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
Matkavaikutelmia:	
Kiinan tärkein luonnonvara	26
Seligson & Co Sijoitusmessuilla	27

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

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

Suosittellemme perehtymistä rahastoositteisiin 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.

”EI SOVELLU LYHYTAIKAISEKSI SIIJOITUKSEKSI”

Sijoitusrahastolainsäädännön muuttuminen yleis-eurooppalaiseksi Euroopan yhteisön direktiiveillä ohjatuksi laiksi on vaatinut suomalaistenkin rahastojen sääntöjen uudistamista. Rahastojen säännöissä tulee kertoa niiden riskiprofiilista. Koska riski useimmiten ymmärretään sijoituksen arvon heilunnan herkkyytenä, on sopivan aikajänteen esittäminen yksi tapa kuvailla sijoituksen riskin määrää. Tyypillisesti säännöissä ja rahastojen esitteissä todetaan, että sijoitus ei sovi (tai vaihtoehtoisesti sopii) lyhytaikaiseksi sijoitukseksi. Mitä tällä todellisuudessa tarkoitetaan?

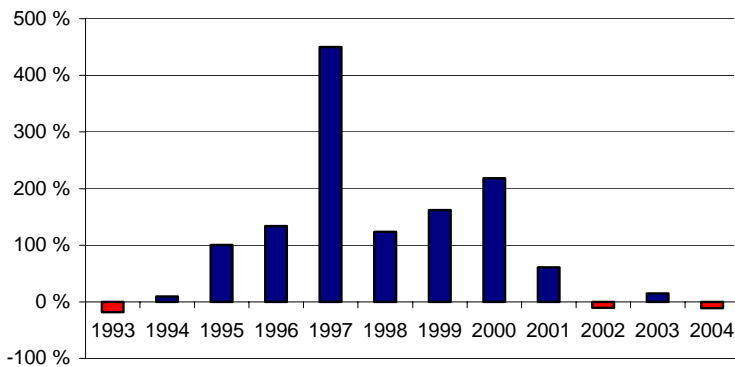
Suosikkiesimerkkini osakesijoittamisen vaatimasta pitkästä aikajänteestä ja hajautuksen tärkeydestä on Japanin osakemarkkinat. Elettiin 80-luvun puoltaväliä ja olin hiljan aloittanut työskentäminen arvopaperimarkkinoilla ja ”päässyt” heti suuren suomalaisen pankin kansainvälisten arvopapereiden osastolle (tunnustettakoon tässä, että kyseistä osastoa eikä sen puolen koko pankkia ole enää olemassa). Viereisen työtoverini tehtävänä oli hoitaa pankin japanilaisia osakesijoituksia – tuolloin pankkien liiketoimintaan kuuluivat taseen kautta tapahtuvat suorat osakesijoitukset. Japanin pörssi oli kehittynyt vuosia maan talousihmeen vauhdissa, mutta lopulta kurssinousu oli irronnut arkitodellisuudesta ja Tokion sekä maan muiden pörssien noteeraamien osakkeiden

markkina-arvot edustivat lähes 40 % koko maailman osakemarkkinoista. Kuuluisa Nikkei-indeksi huiteli 40 000 pisteessä ja kollegani hoitama osakesalkku paisui sellaista vauhtia, että osakkeita oli myytävä päivittäin ettei position koko kasvanut suhteettomaksi. Lopulta vetovoima vei kuitenkin voiton ja kuplalle kävi kuten niille kuuluukin – Tokion pörssi romahti. Nyt 15 vuotta myöhemmin Nikkei-indeksi liikkuu 11 000 pisteen tuntumassa.

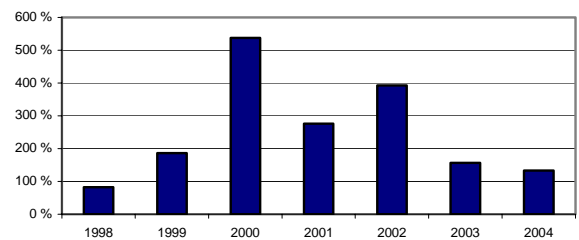
Kehittyneiltä markkinoilta ei Japanin pörssihistorian ankeudelle viimeisiltä vuosikymmeniltä löydy vertaista. Kuitenkin tarina kertoo siitä, kuinka pitkä kuiva kausi osakesijoittajaa saattaa kohdata ja toisaalta millainen maariski pahimmillaan on.

Alla on kaksi kuvaajaa, joista ensimmäinen kuvastaa Helsingin pörssin vaihdetuimpien osakkeiden kehitystä viiden ja kymmenen vuoden liukuville periodeilla (vuodet 1988-2004). Suomen markkinoilla väitetään usein osakesijoittamisen riittäväksi periodiksi viittä vuotta. Kuvaajasta selviää karulla tavalla, että se ei sitä ole. Kymmenen vuoden jaksoilla sijoittajan tuottojen vaihtelu on huomattavasti pienempää. Huonoimmillakin periodilla osakesijoittaja on (ennen kuluja) lähes tuplannut varansa.

HEX25 indeksin tuottoprosentit viiden vuoden liukuville ajanjaksoilla



HEX25 indeksin tuotto 10 vuoden liukuville ajanjaksoilla



Ensimmäisessä kuvassa on laskettu HEX 25 -indeksin 5 vuoden kumuloituneita tuottoprosentteja (luvut ilman osinkokorjausta). Ensimmäinen vuosi (1993) kuvastaa vuosien 1988-1993 (syyskuu-syyskuu) tuottoja seuraava vuosien 1989-1994 tuottoja jne. Toisessa kuvassa samalla menetelmällä on laskettu 10 vuoden jaksosten tuotot.

Akatemia auttaa

Sijoittajien tilanteet poikkeavat monella muullakin tavalla kuin odotettavissa olevan sijoitushorisontin perusteella. Siksi yleispätevien neuvojen antaminen arvopaperisalkun oikeaksi osakepainoksi on usein harhaanjohtavaa. Kotisivujemme (www.seligson.fi) kohdassa ”Laskurit” löytyy oiva työkalu riskin hahmottamiseen ja itse kullekin ”sopivan” riskitason ja aikajänteen määrittämiseen. Laskureiden käytössä on aina muistettava kaksi seikkaa: ne perustuvat menneisiin havaintoihin ja niiden osumatarkkuus useimmiten paranee aikajänteen kasvun myötä.

Oman sijoitushorisontin määrittely on ratkaisevassa asemassa, jos päämääränä on tehdä rationaalisia päätöksiä sijoitusten allokaatiosta (yksinkertaisimmillaan osake- ja korkosijoitusten suhde). Pitkäjänteiseen sijoitustoimintaan kuuluu myös tietty konservatiivisuus – vaikka aikajänne puoltaisi lähes puhtaasti osake(rahasto)salkun rakentamista, tulee varautua myös elämän yllättäviin tilanteisiin. Salkun rakenne, allokaatio, ratkaisee puolestaan arvopaperisijoitusten tulevan tuoton, jos salkku on hajautettu ja aikajänne riittävän pitkä.

Neuvontaa

Aikajänteen, riskiprofiilin, allokaation, rahastovalikoiman, kulujen ja monien muiden asioiden huomioiminen sijoitussuunnitelmaa tehtäessä voi todellisuudessa olla monimutkainen ja ”hankalalta” tuntuva harjoitus. Toisinaan näyttää siltä, että uupuminen näiden asioiden miettimisessä johtaa sijoittajan valitsemaan palvelun, jossa luvataan eniten tai jonka lähistorian tuotto on ollut poikkeuksellisen hyvä.

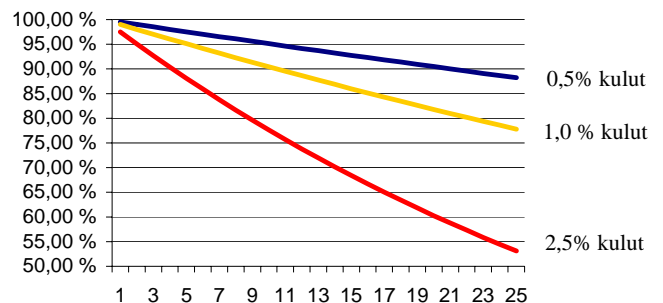
Mielestäni tämä on väärin – näin ei pidä toimia. Seligson & Co on aloittamassa uutta neuvontapalvelua asiakkaittemme salkun rakenteen määrittämiseksi. Palvelu on irrallaan rahastojen myynnistä ja markkinoinnista. Tärkeimpänä päämääränä on löytää ymmärrettävä ja selkeä rakenne sijoituksille, ilman epärealistisia odotuksia. Rahastosalkun toteutuksesta ja instrumenttien valinnasta vastaa asiakas.

Sijoittajan aikakin kaareutuu – vältä ”mustia aukkoja”**

Suunnattoman tiheät kappaleet, kuten mustat aukot aiheuttavat suhteellisuusteorian mukaan ajan kaareutumista. Pitkäjänteisen sijoittajan mustat aukot syntyvät sijoitustoiminnan kuluista. Kulut kaareuttavat sijoittajan todellista aikajännettä imemällä merkittävän osan tuotoista. Näin sijoittajan todellisuudessa kokema aikajänne on huomattavasti oletettua lyhyempi – tuottoja ei kuluista johtuen ehdi kertyä oletusten mukaan.

Alla olevassa kuvassa näkyy kuinka kulut ”kaareuttavat” sijoittajan aika-avaruutta sitä enemmän/nopeammin mitä suurempi niiden ”massa” on. Esimerkissä osakemarkkinoiden pitkän aikavälin tuottoa on rasiitettu a) 0,5 % (ylin käyrä) b) 1,0 % (keskimäinen käyrä) ja c) 2,5 % (alin käyrä) kuluilla. Muutaman lisäprosentin kulut merkitsevät sukupolven mittaiselle sijoitukselle lähes 50 % tuoton menetystä!

Kustannusten tuottoja syövä vaikutus



Älä vaivu singulariteettiin**, säästä kuluissa.

Yksinkertainen on tehokasta.

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

*Mustia aukkoja kutsutaan toisinaan ”avaruuden madonrei’iksi”.

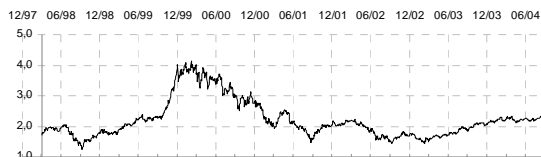
Nimitys sopii myös tähän yhteyteen.

** Mustan aukon ydin.

HEX25-INDEKSIRAHASTO

30.9.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Suomi
Rahaston koko (milj. euroa)	11,7
Vertailuindeksi	HEX25 -osakeindeksi
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella ei alarajaa
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,5 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,5 %, jos sijoitus aika alle 6 kk)*
Salkunhoitaja	Sami Vartiainen

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,9 %	11,3 %	2,9 %	11,3 %
Vuoden alusta	13,8 %	11,2 %	9,6 %	11,3 %
12 kk	24,8 %	13,2 %	20,4 %	13,4 %
3 v	46,6 %	21,1 %	34,1 %	21,1 %
5 v	3,0 %	28,5 %	-11,0 %	28,8 %
Aloituspäivästä	36,7 %	28,3 %	15,4 %	28,8 %
Aloituspäivästä p.a.	4,9 %		2,2 %	

* Huom! Hintaindeksi. ** HEX25-indeksiosuusrahaston tuottoluovissa 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

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,5 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,1 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,7 %
Salkun kiertonopeus	121,4 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	0,4 %
Lähipiirin omistusosuus	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

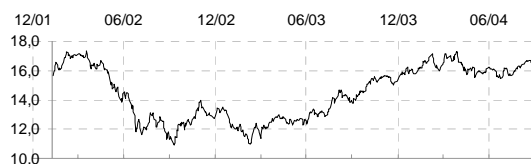
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
NOKIA OYJ	Suomi	11,3 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	10,1 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	9,2 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,2 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	8,3 %
FORTUM OYJ	Suomi	8,2 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	5,4 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	4,2 %
KONE OYJ-B SHS	Suomi	4,2 %
OUTOKUMPU OYJ	Suomi	3,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

HEX25-INDEKSIOSUUSRAHASTO

30.9.2004

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)	91,3
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	Sami Vartiainen

* Noteerattu Helsingin Pörssissä

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto**	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,6 %	11,0 %	2,5 %	10,7 %
Vuoden alusta	9,1 %	11,0 %	8,8 %	10,7 %
12 kk	21,3 %	13,8 %	21,1 %	13,2 %
3 v	-	-	-	-
5 v	-	-	-	-
Aloituspäivästä	6,4 %	19,8 %	6,4 %	19,6 %
Aloituspäivästä p.a.	2,4 %		2,4 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,3 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,1 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,3 %
Salkun kiertonopeus	54,8 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	0,3 %
Lähipiirin omistusosuus	0,0 %

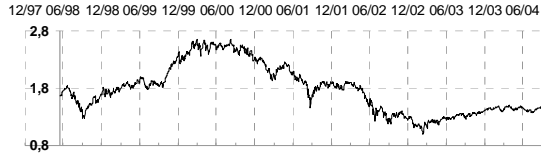
SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
NOKIA OYJ	Suomi	11,1 %
TELIASONERA AB	Ruotsi	10,1 %
UPM-KYMMENE OYJ	Suomi	9,2 %
STORA ENSO OYJ-R SHS	Suomi	9,1 %
SAMPO OYJ-A SHS	Suomi	8,3 %
FORTUM OYJ	Suomi	8,1 %
NORDEA AB - FDR	Ruotsi	5,4 %
KONE OYJ-B SHS	Suomi	4,2 %
TIETOENATOR OYJ	Suomi	4,1 %
OUTOKUMPU OYJ	Suomi	3,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EUROOPPA 50 –INDEKSIRAHASTO
30.9.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	15.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, Eurooppa
Rahaston koko (milj. euroa)	25,1
Vertailuindeksi	DJ STOXX 50
Minimisijotus	€ 5 000, säästösopimuksella ei alarajaa
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	-0,1 %	11,9 %	0,2 %	12,1 %
Vuoden alusta	3,3 %	11,8 %	4,0 %	12,0 %
12 kk	13,7 %	12,7 %	14,7 %	12,7 %
3 v	-13,3 %	25,7 %	-11,1 %	25,8 %
5 v	-20,2 %	25,3 %	-16,8 %	25,3 %
Aloituspäivästä	-12,8 %	25,3 %	-5,7 %	25,7 %
Aloituspäivästä p.a.	-2,1 %		-0,9 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,5 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,2 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,7 %
Salkun kiertonopeus	48,8 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	0,4 %
Lähipiirin omistusosuus	0,4 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

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

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

TOPIX CORE 30™
30.9.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



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

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	29.12.1999
Tyyppi	Osakerahasto, Japani
Rahaston koko (milj. euroa)	31,4
Vertailuindeksi	TOPIX Core 30™
Minimisijotus	€ 5 000, säästösopimuksella ei alarajaa
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	-10,5 %	17,7 %	-10,4 %	17,7 %
Vuoden alusta	-1,4 %	17,5 %	-1,0 %	17,4 %
12 kk	-3,8 %	23,7 %	-3,0 %	24,1 %
3 v	-26,8 %	26,2 %	-25,7 %	27,5 %
Aloituspäivästä	-65,9 %	27,4 %	-65,6 %	29,4 %
Aloituspäivästä p.a.	-20,2 %		-20,1 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,5 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,4 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,9 %
Salkun kiertonopeus	-0,7 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	1,9 %
Lähipiirin omistusosuus	0,2 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

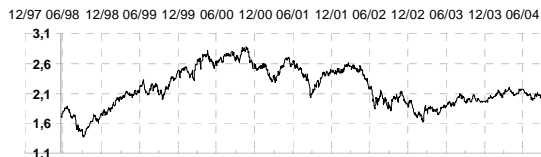
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
TOYOTA MOTOR CORP	Japani	14,1 %
NTT DOCOMO INC	Japani	8,8 %
MITSUBISHI TOKYO FINANCIAL	Japani	5,5 %
NISSAN MOTOR CO LTD	Japani	5,0 %
HONDA MOTOR CO LTD	Japani	4,9 %
CANON INC	Japani	4,3 %
TAKEDA CHEMICAL INDUSTRIES	Japani	4,1 %
NIPPON TELEGRAPH & TELEPHONE	Japani	3,5 %
YAHOO JAPAN CORP	Japani	3,4 %
SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GR	Japani	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 BRANDS

30.9.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman arvostetuimpiin tavaramerkkeihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	18.6.1998
Tyyppi	Osakerahasto, maailma
Rahaston koko (milj. euroa)	34,4
Vertailuindeksi	50% MSCI Consumer Discretionary 50% MSCI Consumer Staples
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella ei alarajaa
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	-7,8 %	11,4 %	-6,8 %	11,2 %
Vuoden alusta	2,2 %	11,6 %	2,6 %	11,3 %
12 kk	3,0 %	13,1 %	5,7 %	13,2 %
3 v	-6,1 %	20,3 %	-11,9 %	17,3 %
5 v	-3,5 %	20,4 %	-12,2 %	17,6 %
Aloituspäivästä	17,1 %	20,9 %	-8,3 %	17,7 %
Aloituspäivästä p.a.	2,5 %		-1,4 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,6 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,1 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,7 %
Salkun kiertonopeus	21,3 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	6,0 %
Lähipiirin omistusosuus	0,6 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
MCDONALD'S CORPORATION	Yhdysvallat	7,0 %
THE WALT DISNEY CO.	Yhdysvallat	6,9 %
GILLETTE COMPANY	Yhdysvallat	6,6 %
UNILEVER NV-CVA	Alankomaat	6,5 %
COCA-COLA CO/THE	Yhdysvallat	5,9 %
NOKIA OYJ	Suomi	4,0 %
NIKE INC -CL B	Yhdysvallat	3,7 %
NINTENDO CO LTD	Japani	3,6 %
SONY CORP-SPONSORED ADR	Japani	3,4 %
BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	Saksa	3,4 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

GLOBAL TOP 25 PHARMACEUTICALS

30.9.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Osakekorirahasto, joka sijoittaa maailman suurimpien lääkeyritysten osakkeisiin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	17.1.2000
Tyyppi	Osakerahasto, lääketieteellisyys
Rahaston koko (milj. euroa)	23,9
Vertailuindeksi	MSCI Pharma & Biotech
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella ei alarajaa
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	-3,1 %	11,1 %	-2,9 %	12,6 %
Vuoden alusta	5,1 %	11,1 %	1,7 %	12,6 %
1 vuosi	6,4 %	12,3 %	2,1 %	14,3 %
3 v	-28,6 %	17,7 %	-31,7 %	20,4 %
Aloituspäivästä	-19,2 %	18,6 %	-22,0 %	21,0 %
Aloituspäivästä p.a.	-4,4 %		-5,2 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,6 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,1 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,7 %
Salkun kiertonopeus	20,9 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	4,7 %
Lähipiirin omistusosuus	0,4 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

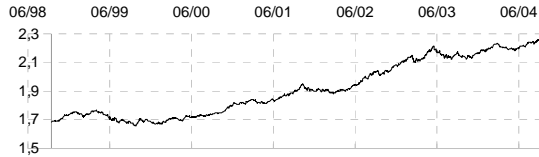
Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
GLAXOSMITHKLINE PLC	Iso-Britannia	7,0 %
SANOFI-SYNTHELABO SA	Ranska	6,6 %
JOHNSON & JOHNSON	Yhdysvallat	6,4 %
PFIZER INC	Yhdysvallat	6,0 %
ASTRAZENECA PLC	Iso-Britannia	5,9 %
SCHERING AG	Saksa	3,5 %
GENENTECH INC	Yhdysvallat	3,5 %
ROCHE HOLDING AG-GENUSSSCHEIN	Sveitsi	3,4 %
WYETH	Yhdysvallat	3,3 %
ABBOTT LABORATORIES	Yhdysvallat	3,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO-OBLIGAATIOINDEKSIRAHASTO

30.9.2004

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)	14,2
Vertailuindeksi	Reuters Euro Government
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella ei alarajaa
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,3 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	ei
Merkintäpalkkio	0 %
Lunastuspalkkio	0 % (0,2 %, jos sijoitusaika alle 3 kk)*
Salkunhoitaja	Jarkko Niemi

*Lunastuspalkkio maksetaan rahastoon.

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	2,5 %	2,6 %	2,6 %	2,6 %
Vuoden alusta	4,3 %	2,6 %	4,6 %	2,5 %
12 kk	3,9 %	3,2 %	4,5 %	3,1 %
3 v	19,1 %	3,8 %	20,2 %	3,8 %
5 v	34,0 %	3,5 %	35,3 %	3,6 %
Aloituspäivästä	34,1 %	3,6 %	36,1 %	3,5 %
Aloituspäivästä p.a.	5,0 %		5,3 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,3 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,0 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,4 %
Salkun kiertonopeus	-203,7 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	5,0
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	0,7 %
Lähipiirin omistusosuus	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

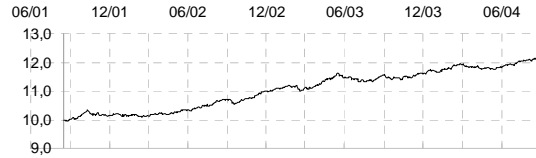
	Maa	Osuus rahastosta
Valtion obl. 5.75% 23.2.00-11	Suomi	24,4 %
Valtion obl. 5.00% 25.4.98-09	Suomi	17,9 %
Valtion obl. 5,375% 04.07.02-13	Suomi	16,3 %
Valtion obl. 3,00 % 04.07.2008	Suomi	11,9 %
Saksan Valtion Obl. 5% 4.7.2011	Saksa	7,6 %
Valtion obl. 4,25% 04.05.04 - 04.07.15	Suomi	7,1 %
Valtion obl. 2,75% 04.07.2006	Suomi	7,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

EURO CORPORATE BOND

30.9.2004

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)	3,4
Vertailuindeksi	Reuters Euro Corporate Bond
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella ei alarajaa
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	2,9 %	2,2 %	2,9 %	2,2 %
Vuoden alusta	4,9 %	2,2 %	5,2 %	2,2 %
12 kk	5,2 %	3,0 %	5,7 %	2,8 %
3 v	21,7 %	3,2 %	25,0 %	3,2 %
Aloituspäivästä	21,7 %	3,2 %	24,6 %	3,3 %
Aloituspäivästä p.a.	6,7 %		7,5 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,4 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,5 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,9 %
Salkun kiertonopeus	-85,4 %
Lainaluokitukset (rating)	A 46 %, BBB 54 %
Salkun korkoriski (duraatio)	4,4
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	0,9 %
Lähipiirin omistusosuus	0,0 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

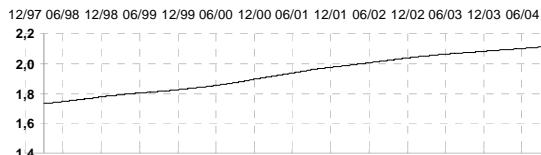
	Maa	Osuus rahastosta
Bayer AG JVK 6,00%, 10.04.2012	Saksa	6,5 %
Gas Natural Finance JVK 6,125 % 10.02.2010	Espanja	6,5 %
UPM-Kymmene JVK 6,125% 23.01.2012	Suomi	6,5 %
Michelin Finance JVK 6,125% 16.04.2009	Ranska	6,4 %
Allied Domecq JVK 5,875 12.06.2009	Iso-Britannia	6,4 %
Casino Guichard Perrach JVK 6 % 06.03.2008	Ranska	6,3 %
Sodexo Alliance JVK 5,875% 25.03.2009	Ranska	6,3 %
RWE Finance Bv JVK 5,375% 18.04.2008	Saksa	6,3 %
Tele Danmark JVK 5,20 % 28.01.2010	Tanska	6,2 %
KPN NV JVK 4,75% 05.11.2008	Alankomaat	6,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

RAHAMARKKINARAHASTO

30.9.2004

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Rahamarkkinarahasto, joka sijoittaa eurooppalaisiin lyhytaikaisiin korkoinstrumentteihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.4.1998
Tyyppi	Lyhyet korot, euro-alue
Rahaston koko (milj. euroa)	102,0
Vertailuindeksi	3 kk rahamarkkina indeksi
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	0,5 %	0,1 %	0,5 %	0,1 %
Vuoden alusta	1,4 %	0,1 %	1,6 %	0,1 %
12 kk	1,9 %	0,1 %	2,2 %	0,1 %
3 v	8,0 %	0,1 %	8,9 %	0,2 %
5 v	16,9 %	0,2 %	18,9 %	0,2 %
Aloituspäivästä	22,5 %	0,2 %	25,0 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	3,2 %		3,5 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,2 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,0 %
Kokonaiskulut (TKA)	0,2 %
Salkun kiertonopeus	140,0 %
Lainaluokitukset (rating)	AAA 100 %
Salkun korkoriski (duraatio)	0,3
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	0,1 %
Lähipiirin omistusosuus	1,6 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Maa	Osuus rahastosta
Valtion velkasitoumus 08.02.2005	Suomi	12,7 %
Valtion velkasitoumus 11.01.2005	Suomi	8,8 %
Sijoitustodistus OKO 19.11.2004	Suomi	6,9 %
Sijoitustodistus SEB 09.03.2005	Suomi	6,8 %
Sijoitustodistus Ålandsbanken 01.10.2004	Suomi	4,9 %
Sijoitustodistus SHB 19.11.2004	Suomi	4,9 %
Sijoitustodistus SHB 02.12.04	Suomi	4,9 %
Valtion velkasitoumus 14.12.2004	Suomi	4,9 %
Yritystodistus Sampo Oyj 14.12.2004	Suomi	4,9 %
Sijoitustodistus Aktia 03.01.05	Suomi	4,9 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

VARAINHOITORAHASTO JOUSTOSALKKU

Epäyhtenäinen kehitys eri osakemarkkinoilla jatkui vuoden kolmannelle vuosineljänneksellä. Keväällä vahvasti nousut Japanin markkina teki täyskäännöksen ja syöksyi kesän aikana yli 10 %. Venäjän markkina puolestaan toipui hieman kevään romahduksestaan.

Tasaisessa nousussa ollut Global Top 25 Brands oli salkun toiseksi suurin putoaja (-7,8%). Vaikka ko. markkinat liikkuvat vahvasti pysyivät ne sijoitussunnitelmamme (salkun tasapainon) rajoissa. Lähitulevaisuutta ennustamalla tai mallintamalla markkinoita sijoittaja ei parhaan käytettävissä olevan tutkimustiedon mukaan onnistu muita paremmin. Tekemättä mitään säästimme kaupankäyntikuluisia. Se oli varmaa säästöä.

Joustopalkkumme arvo laski vuoden kolmannelle neljänneksellä 1,4%, vertailuindeksin kehitys oli vastaavana aikana +0,8%. Ylipainottamamme Japanin markkina ja Global Top 25 Brandsin kulutustavarapainotteinen salkku selittävät suurimman osan erosta.

Pitkät korot kääntyivät vastoin odotuksiamme taas laskuun ja alipainottamamme Euro-obligaatioindeksirahasto nousi peräti 2,5%. Vuoden alusta lukien olemme juuri rahaston kulujen verran jäljessä vertailuindeksin kehityksestä.

Riskitaso maltillisena

Riskinottohalukkuutemme – ja näin ollen myös ylituotto-odotus rahaston vertailuindeksiin nähden – ovat edelleen maltilliset. Koska olemme edelleen varovaisia pitkien korkojen suhteen, ylipainotamme rahamarkkinasijoituksia.

Sijoittajan kannalta positiivista on, että joustava hallinnointipalkkiomme on korkosijoituksia painotettaessa alhaisempi. Osakepaino on lähellä neutraalia (50%), koska pitkän aikavälin arvostuksiin verrattuna ei osakkeita voi pitää ainakaan erityisen halpoina.

JOUSTOSALKKU

30.9.2004

Joustosalkku uudistuu

Tulemme syksyn aikana kehittämään Joustosalkun sijoituspolitiikkaa ja tekemään siihen liittyviä tarkennuksia rahaston sääntöihin samalla kun teemme muuttuneen lainsäädännön mukaisia lähinnä muodollisia sääntömuutoksia.

Rahasto perusajatus ei kuitenkaan muutu, vaan se pysyy edelleen yhdistelmärahastona, jossa normaalitilanteen mukainen jako osakkeiden ja korkojen välillä on 50-50. Tulemme kuitenkin laajentamaan kohderahastovalikoimaa kattamaan myös muita kuin Seligson & Co:n hallinnoimia sijoitusrahastoja.

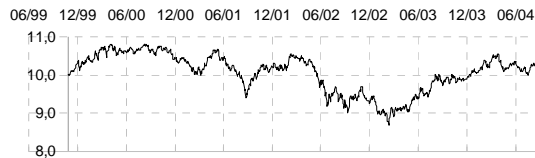
Kustannustehokkaiden indeksirahastojen määrä on monilla eri markkinoilla kasvanut ja toisaalta haluamme myös tietyissä tilanteissa sijoittaa osan varoista hyviin aktiivisesti hoidettuihin rahastoihin niin sanotun "rusinapullamallin"¹ mukaisesti.

Uudistuksilla pyrimme entistä tehokkaampaan hajautukseen, mutta myös tarvittaessa tarkempaan kohdistamiseen, varsinkin osakesijoitusten osalta. Kustannustehokkuudesta emme edelleenkään tingi.

Tiedotamme tulevista muutoksista tarkemmin viimeistään seuraavassa neljännesvuosiraportissa ja tietenkin Internet-sivuillamme osoitteessa www.seligson.fi. Arvostamme myös suuresti sijoittajilta tulevia kommentteja ja ehdotuksia – olkaa ystävällisesti yhteydessä ari.kaaro@seligson.fi tai puhelimitse 09 – 6817 2817.

Kannattaa myös muistaa, että [www-sivujemme](http://www.sivujemme) avulla voi seurata näitä raportteja useammin päivittyvää Joustosalkun sisällön jakautumista sekä rahastoihin että yksittäisiin arvopaperihin. Salkusta saa myös maantieteellisen ja toimialakohtaisen jaon.

ARVONKEHITYS (aloituspäivästä)



Salkkurahasto, joka sijoittaa osake- ja korkorahastoihin.

RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	24.11.1999
Tyyppi	Yhdistelmärahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	3,3
Vertailuindeksi	FTW, Reuters Euro Government
Minimisijoitus	€5 000, säästösopimuksella ei alarajaa
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,7 % + 0,29-0,72 % p.a.*
Tuottosidonnainen palkkio	ei / osassa kohderahastoja
Merkintäpalkkio	1 %
Lunastuspalkkio	1 %
Salkunhoitaja	Samu Vartiainen

* Peruspalkkio + kohderahastojen palkkiot *

TUOTTO- JA RISKI

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

*Huom! Hintaindeksi.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	1,2 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut (myös kohderahastojen)	0,1 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,3 %
Salkun kiertonopeus	47,2 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	4,7 %
Lähipiirin omistusosuus	0,1 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

	Osuus rahastosta
Seligson&Co Euro Obligaatioindeksirahasto A	25,4 %
Seligson&Co Rahamarkkinarahasto A	23,7 %
Seligson&Co Global Top 25 Brands A	12,8 %
Seligson&Co Eurooppa 50 -indeksirahasto A	10,1 %
HEX25 INDEX SHARE	8,8 %
Erikoissijoitusrahasto Seligson&Co Topix Core 30 A	7,9 %
Seligson&Co Global Top 25 Pharmaceuticals A	6,2 %
Seligson&Co APS Far East A	2,9 %
Seligson & Co Prosperity Russia	2,0 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

¹ **Rusinapullamalli** tarkoittaa yksinkertaisesti sitä, että salkun pääosa, "pulla", muodostetaan indeksirahastojen avulla mahdollisimman alhaisin kustannuksin ja siihen lisätään "rusinoiksi" joitakin selkeästi toisenlaisella tyyllillä toimivia sijoitusinstrumentteja.

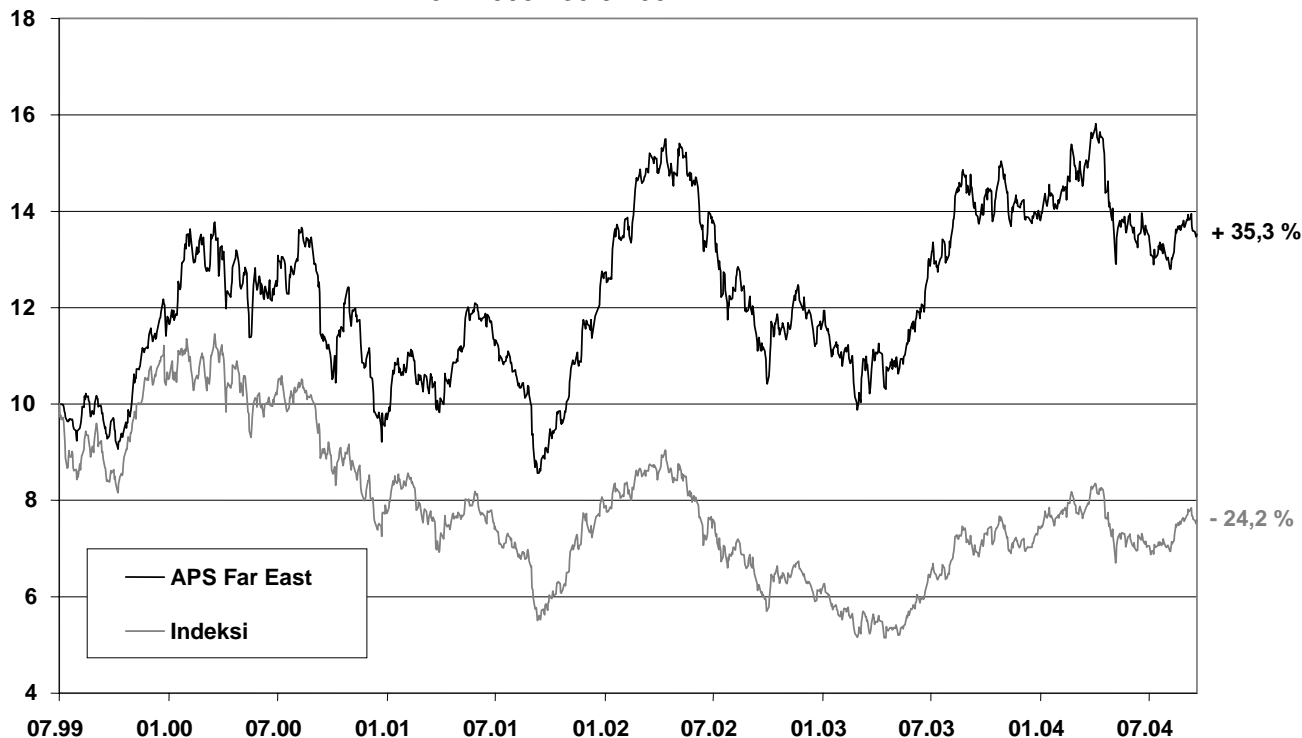
APS FAR EAST
 30.9.2004

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Kaukoidän osakemarkkinoille.

 Osuuden
 arvo
 euroissa

APS Far East ja vertailuindeksi

13.7.1999 - 30.9.2004


RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	13.7.1999
Tyyppi	Osakkeet, Kaukoitä
Rahaston koko (milj. euroa)	47,2
Vertailuindeksi	MSCI AC Far East free ex-Japan
Minimisijoitus	€5 000, säästösopimuksella ei alarajaa
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	-3,2 %	14,3 %	3,7 %	15,6 %
Vuoden alusta	-2,4 %	14,2 %	6,6 %	15,6 %
12 kk	-1,8 %	17,9 %	10,9 %	20,5 %
3 v	51,4 %	20,9 %	32,0 %	23,3 %
5 v	44,3 %	22,9 %	-9,7 %	24,2 %
Aloituspäivästä	35,3 %	22,6 %	-24,2 %	24,3 %
Aloituspäivästä p.a.	6,0 %		-5,2 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Paikkiot yhteensä (TER)	1,2 %
Tuottosidonnainen palkkio	-
Kaupankäyntikulut	0,3 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,5 %
Salkun kiertonopeus	72,9 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	8,4 %
Lähipiirin omistusosuus	0,3 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
VENTURE CORP LTD	Singapore	8,8 %
SAMSUNG ELECTRONICS CO LTD	Korean tasavalta	8,1 %
TEXWINCA HOLDINGS LTD.	Hongkong	6,8 %
DAEWOO SHIPBUILDING & MARINE	Korean tasavalta	4,8 %
FU SHENG INDUSTRIAL CO LTD	Taiwan	4,5 %
JIANGSU EXPRESS CO LTD-H	Kiina	3,2 %
WANT WANT HOLDINGS LTD	Singapore	3,1 %
KINGBOARD CHEMICALS HOLDINGS	Hongkong	2,8 %
BRITISH AMERICAN TOBACCO BHD	Malesia	2,8 %
NIEN HSING TEXTILE CO LTD	Taiwan	2,7 %

 Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella – www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Talous ja markkinat

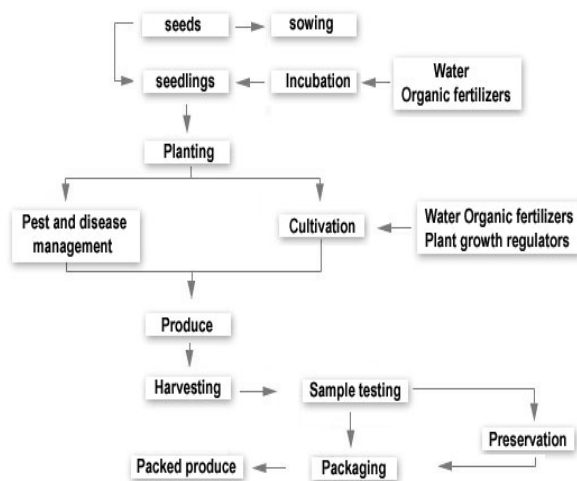
Kansainväliset osakemarkkinat kehittivät vuoden kolmannen neljänneksen aikana epätasaisesti. Aasian alueella kehitys oli nousuvoittoista lukuunottamatta Japania, jonka markkinat olivat pääsääntöisesti laskussa. Australia nousi pelkästään syyskuussa lähes 7% ja maan markkinoilla kirjattiin kaikkien aikojen korkeimpia indeksilukuja. Ainakin osasyynä australialaisten osakkeiden korkeisiin kursseihin oli mitä todennäköisimmin laskeva Yhdysvaltain dollari.

Markkinoita sekä Aasiassa että kansainvälisesti leimasi huoli öljyn hinnan jatkuvasta noususta ja myös hurrikaanit Meksikon lahdella aiheuttivat jonkin verran huolta. Mutta muuten jakson aikana ei koettu markkinoita suuresti heilutelleita mullistuksia taloudessa.

Rahaston kehitys

Rahaston arvo laski jakson aikana 3,2%, vaikka vertailuindeksi nousi 3,7%. Myös vuoden alusta rahaston arvo on laskenut -2,4% ja vertailuindeksi noussut 6,6%. Pidemmällä aikavälillä rahaston kehitys on kuitenkin selvästi indeksiä edellä. Aloituspäivästään lukien rahaston on tuottanut 6,0% vuodessa ja vertailuindeksi -5,2% vuodessa.

Rahaston osamarkkinoista parhaiten ovat jakson aikana tuottaneet korealaiset osakkeet, kun taas useimmat muut ovat pysyneet suurin piirtein paikallaan tai jonkin verran laskeneet. Yksittäisistä osakkeista on syytä mainita erityisesti jakson lopulla hyvin kehittynyt Hong Kongissa noteerattu Chaoda Modern Agriculture sekä taiwanilainen Depo Auto Parts. Syyskuun aikana selkeitä pettymyksiä tuottivat korealainen Vatec sekä taiwanilaiset Meiloon ja Pihsiang.

**Rahaston sijoitukset**

Elokuussa myimme loputkin LG Cardin osakkeistamme, kun kurssi piikki kolminkertaisti niiden arvon – tosin lähtien hyvin alhaiselta tasolta.

Vähensimme myös rahaston omistusta malesialaisessa puolijohteiden pakkaus- ja testausyritys Unisemissa. Toimialan näkymät ovat muutamassa kuukaudessa kääntyneet aiempaa selvästi heikommiksi ylituotannon vuoksi. Yhtiön tilauskirjat ovat enää täynnä vain kahdeksi kuukaudeksi eteenpäin ja se on jo vähentänyt työvoimaa. Nykynäkymillä osake on mielestämme yliarvostettu.

Toinen kolmannen neljänneksen aikana vähennyttävä osake on Fu Sheng. Uskomme, että golfmailojen osalta on koittamassa tiukempien marginaalien ja enintään tasaisena pysyvien volyymien ajanjakso. Yhtiön toisen päätuotteen eli ilmanpuristimien kohdalla odotamme myynnin hidastuvan.

Strategia

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

Tarkastelujakson aikana parhaiten menestyneisiin osakkeisiin kuului Chaoda Modern Agriculture, jonka erityisosaamista on järjestelmällinen ja rationaalinen maatalous. (Kuva: www.chaoda.com)

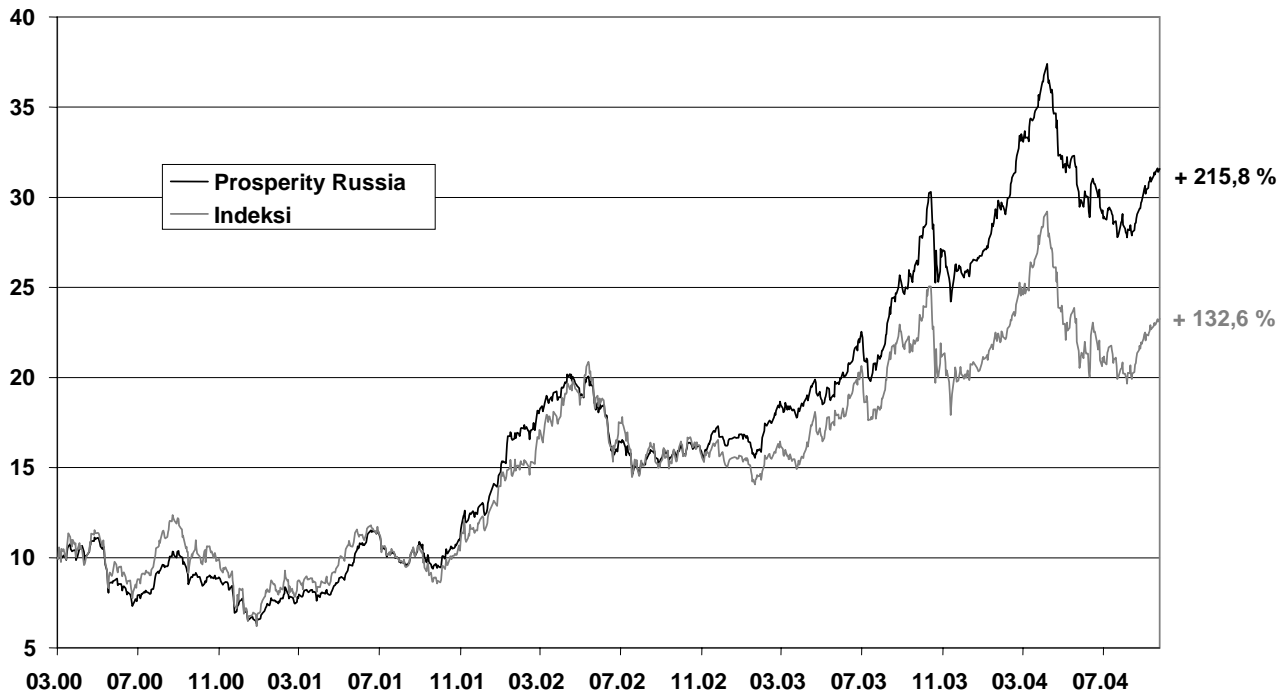
PROSPERITY RUSSIA
30.9.2004

Aktiivinen osakerahasto, joka sijoittaa Venäjän osakemarkkinoille.

Prosperity Russia ja vertailuindeksi

Osuuden arvo euroissa

8.3.2000 - 30.9.2004



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	8.3.2000
Tyyppi	Osakkeet, Venäjä
Rahaston koko (milj. euroa)	19,2
Vertailuindeksi	RTS1 - Interfax
Minimisijoitus	€ 5 000, säästösopimuksella ei alarajaa
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.

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	1,6 %
Tuottosidonnainen palkkio	0,7 %
Kaupankäyntikulut	0,8 %
Kokonaiskulut (TKA)	3,1 %
Salkun kiertonopeus	-30,2 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	11,4 %
Lähipiirin omistusosuus	4,9 %

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi*	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	4,7 %	15,5 %	7,1 %	24,0 %
Vuoden alusta	18,7 %	14,2 %	14,3 %	21,9 %
12 kk	20,3 %	24,5 %	5,5 %	35,1 %
3 v	226,7 %	23,4 %	161,0 %	33,0 %
Aloituspäivästä	215,8 %	26,2 %	132,6 %	38,6 %
Aloituspäivästä p.a.	28,6 %		20,3 %	

*Huom! Hintaindeksi.

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
LUKOIL-US\$	Venäjä	9,5 %
SURGUTNEFTEGAZ-PFD \$US	Venäjä	9,3 %
TYUMEN OIL-BOARD US\$	Venäjä	8,4 %
SIBNEFT-\$US	Venäjä	8,3 %
MMC NORILSK NICKEL-\$	Venäjä	5,0 %
VIMPELCOM-SP ADR	Venäjä	4,7 %
CENTRAL TELECOMMUNICAT-PFD \$	Venäjä	4,4 %
SMOLENSKENERGO-\$US	Venäjä	3,7 %
ORENBURGNEFT-PFD \$US	Venäjä	3,4 %
YUZHNAJA TELECOMMUNICAT-PFD\$	Venäjä	3,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella - www.seligson.fi



SIJOITUSNEUVOJALTA

Venäjän uutisia ovat kuluneen vuosineljänneksen aikana hallinneet poliittiset tapahtumat: Jukosin ympärillä käytävä kamppailu, Beslanin panttivankitragedia, Venäjän liittyminen Kioton sopimukseen sekä yleinen pelko demokratiakehityksen pysähtymisestä ja vallan keskittymisestä Kremliin.

Lopullinen ratkaisu Jukosin suhteen on edelleen epäselvä. Monet merkit viittaavat siihen, että yhtiötä valmisteltaisiin helposti sulatettavaksi ostokseksi jollekin valtion kontrollissa olevalle yritykselle. Toisaalta valtiovarainministeri Kudrin lausui syyskuussa, että Jukosin osien myynnissä – siis rästiverojen maksamiseksi – johtavina periaatteina tulevat olemaan ”läpinäkyvyys, kilpailuttaminen ja kaupalliset intressit”.

Venäjän sisäisissä uutisissa Beslanin panttivankitragedia käsittely on jättänyt varjoonsa suurimman osan muista tapahtumista. On selvää, että Venäjän terrorismiongelmien johtuvat suurimmaksi osaksi Tshetshenian pattitilanteesta. Jo Neuvostoliitolla sekä sittemmin Venäjällä on yleensä ollut hyvät suhteet muslimivaltioihin ja Venäjä tuskin olisi kansainvälisen terrorismin kohdelistalla ilman Tshetshenian ongelmia.

Putin ei ole lähtenyt vaihtamaan maan turvallisuusasioista vastaavaa johtoa vastauksena arvosteluun siitä, että viranomaiset eivät ole onnistuneet suojelemaan kansalaisia terrorismilta. Sen sijaan hän on esittänyt muutoksia liittovaltion hallintoon. Merkittävin esityksistä koskee alueellisten kuvernöörien valintaa. Tähän asti heidät on valittu suorilla alueellisilla vaaleilla; uuden ehdotuksen mukaan kuvernöörin nimittäisi presidentti ja alueellinen parlamentti vahvistaisi nimityksen.

Tämän ja muutamien vähäisempien toimien vuoksi 115 eurooppalaista ja amerikkalaista poliitikkoa ja älymystön edustajaa julkaisivat avoimen kirjeen Putinille, jossa he kritisoivat häntä demokratian nakertamisesta ja vallan keskittämisestä. Käsityksemme on, että asia ei ole ihan näin yksioikoinen, mutta selvää on myös, että jotkut viimeaikaiset muutokset ovat pönkittäneet keskushallinnon asemaa.

Kohentaakseen mainettaan kansainvälisesti ja nimenomaan EU:n silmissä Putinin hallinto hyväksyi Kioton sopimuksen ja lähetti sen Duumaan ratifioitavaksi. Sopimuksen hyväksymisen ajoitukselle on uutisvälineissä löydetty moniakkin motiiveja, mutta ennen kaikkea kyseessä lienee ollut ”vastalahja” eurooppalaisille, jotka tukivat Venäjän pääsyä maailmankauppajärjestö WTO:n jäseneksi.

Markkinat ja rahaston kehitys

Rahaston arvo nousi kuluneen neljänneksen aikana 4,7%, ennen kaikkea syyskuun hyvän kurssikehityksen ansiosta. Se jäi kuitenkin vertailuindeksistään, jonka arvo nousi 7,1%. Vuoden alusta rahastolle on kertynyt nousua 18,7% ja vertailuindeksille 14,3%.

Syyskuussa erityisesti TNK, Sibneft ja Surgut arvostettiin markkinoilla reippaasti ylöspäin. Kaiken kaikkiaan vaikuttaa siltä, että koku Jukosin ympärillä ei enää hallitse markkinoiden reaktioita, koska Jukosin osakkeen arvostus liikkuu lähellä pahimpien vaihtoehtojen arvostustasoja.

Markkinoita on piristänyt myös ulkomaisten investointien paluu. ConocoPhillips voitti huutokaupan valtion 7,59%:n osuudesta Lukoilissa lähes 2 miljardin dollarin hintaan ja monet muut – esimerkiksi Total, Heineken, Nordea ja Nissan – ovat ilmoittaneet tulossa olevista investoinneista.

Myös energiamarkkinoiden uudistukset saivat jatkoa. UES:n hallitus hyväksyi toisen tukkuyhtiön ja neljän uuden hallintoalueiden rajat ylittävän siirtoyhtiön perustamisen.

Venäjän talous kasvaa edelleen voimakkaasti (ennuste vuodelle 2004 7,5%). Hyödykkeiden kysyntä vaikuttaa edelleen vahvalta ja niiden pohjalle rakentuvan vientitalouden vauraus on leviämässä lisäämään kotimarkkinoiden kysyntää.

Prosperity Capital Management

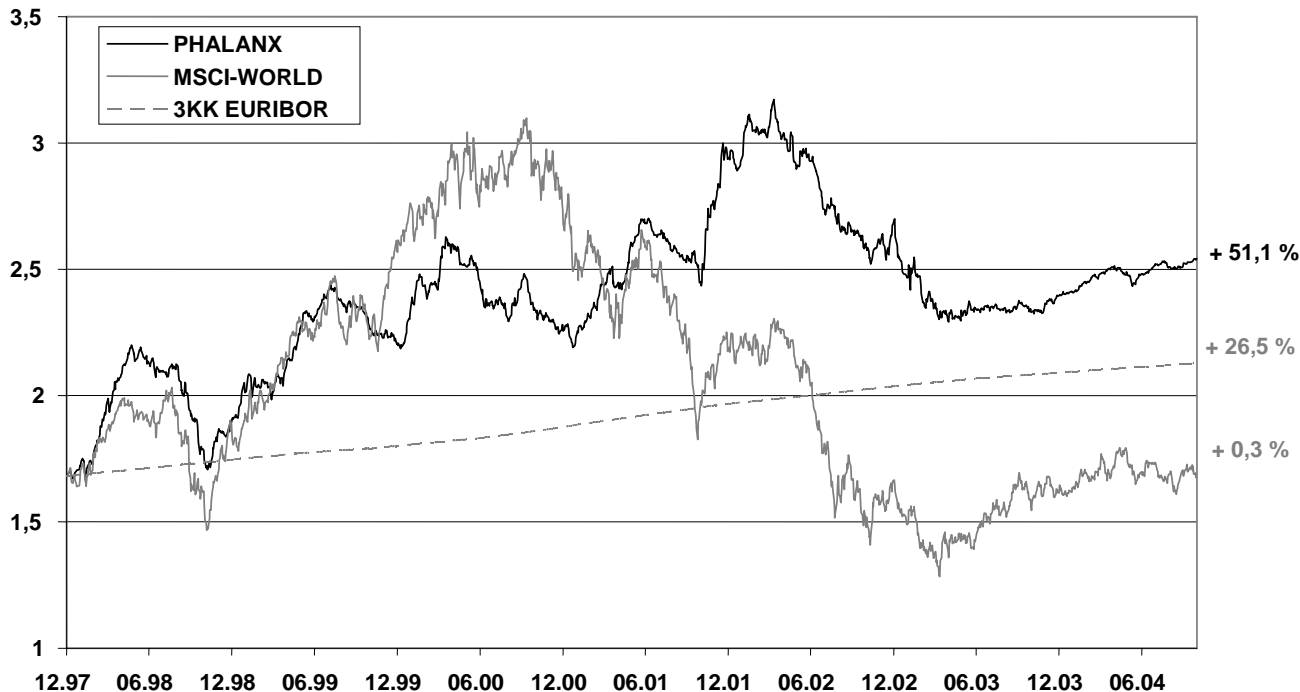
PHALANX
30.9.2004

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

Osuuden
arvo
euroissa

Phalanx ja vertailuindeksi

1.12.1997 - 30.9.2004



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	1.12.1997
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto, hedge -rahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	5,0
Vertailuindeksi	3kk euribor
Minimisijoitus	€ 5000
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	1 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	€ 20
Salkunhoitaja	Martin Paasi

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	0,8 %	2,2 %	0,5 %	0,1 %
Vuoden alusta	5,6 %	2,2 %	1,6 %	0,1 %
12 kk	9,1 %	3,2 %	2,2 %	0,1 %
3 v	3,8 %	9,0 %	8,9 %	0,2 %
5 v	11,7 %	9,0 %	18,9 %	0,2 %
Aloituspäivästä	51,1 %	9,7 %	26,5 %	0,2 %
Aloituspäivästä p.a.	6,2 %		3,5 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Paalkiot yhteensä (TER)	1,2 %
Tuottosidonnainen palkkio	0,7 %
Kaupankäyntikulut	0,2 %
Kokonaiskulut (TKA)	2,0 %
Salkun kiertonopeus	57,4 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	6,6 %
Lähipiirin omistusosuus	2,2 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
PERRIGO CO	Yhdysvallat	0,8 %
NUCOR CORP	Yhdysvallat	0,7 %
KINDEN CORP	Japani	0,7 %
SEKISUI JUSHI CORP	Japani	0,7 %
AIDA ENGINEERING LTD	Japani	0,7 %
RYERSON TULL INC	Yhdysvallat	0,7 %
ENPRO INDUSTRIES INC	Yhdysvallat	0,7 %
CAESARS ENTERTAINMENT INC	Yhdysvallat	0,6 %
KYOKUTO KAIHATSU KOGYO CO	Japani	0,6 %
AUTOBACS SEVEN CO LTD	Japani	0,6 %

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 kolmannella neljänneksellä Phalanxin arvo nousi 0,8% (0,7%) volatilitiitein ollessa 2,2% (3,9%) – suluissa viime neljänneksen luvut. Tuotto siis nousi hieman viimeisestä neljänneksestä, mutta volatilitiiteetti laski huomattavasti. Sharpen –luku (joka suhteuttaa tuoton riskiin) ylitti nyt vuositasolla ensimmäistä kertaa kahden, ollen nyt 2,03.

Vuoden toinen ja kolmas neljännes ovat yleisesti olleet vaikeaa aikaa hedgerahastoille. Hedgerahastojen yleistyessä aktiivisen kaupankäynnin avulla tuottoon pyrkivien rahastojen ansaintamahdollisuudet pienenevät, koska yhä useampi rahasto pyrkii hyödyntämään samoja tilaisuuksia. Tämä luonnollisesti johtaa siihen että ”väärin hinnoiteltuja” tilanteita on yhä vähemmän ja näiden hinnoitteluvirheet aina vain pienempiä.

Jos tämä kehitys jatkuu (mikä on odotettavaa), monet hedgerahastot saattavat joutua tilanteeseen, missä tuottoja ei enää saada aikaiseksi kulujen syödessä pääomia päivästä toiseen. Tällöin sijoittajien tyytymättömyys luonnollisesti kasvaa ja rahat virtaavat toisiin vaihtoehtoihin. Tilanne säilynee pitempään ennallaan mikäli markkinat pysyvät ”alakuloisina”, mutta itäisen pallonpuoliskon edelleen hyvät kasvumahdollisuudet kerännevät sijoituspääomia lähitulevaisuudessa myös hedgerahastoista.

Vaikka yleinen tyytymättömyys hedgerahastoja kohtaan voi luonnollisesti heijastua Phalanxiin, eivät tuottomahdollisuutemme kuitenkaan ole käsittääkseni kadonneet. Strategiamme ei tunnetusti pohjaudu opportunistiseen ”tilanteiden” hyödyntämiseen, vaan 30 vuoden ajalta todettuun markkinailmiöön.

Phalanxin ansaintamahdollisuudet eivät siis ole nyky-markkinatilanteessa kadonneet (olkoonkin että markkinoilla aina lyhyemmällä aikavälillä saattaa vallita viime kirjeessä mainitsemani ”flight-to-quality” –ilmiö, joka voi väliaikaisesti vahingoittaa Phalanxin tuottoa). Phalanxilla pitäisi siksi nyt olla hedgerahastoryhmässään suhteellisen hyvät mahdollisuudet kasvattaa hallinnassa olevaa varallisuuttaan, mikä saattaisi pienentää rahaston kuluja ja koitua siten osuudenomistajien hyväksi.

Rahaston sijoittaessa laajoihin osakekoreihin ja likvideihin osakkeisiin rahaston merkintä/lunastus -likviditeetti on käytännössä loputon, joten siihen liittyvä monissa muissa rahastoissa yleinen kustannuksia kasvattava ongelma ei myöskään koske Phalanxia.

Rahaston ostetun ja myydyn salkun P/B –luvut ovat parin viime kuukauden aikana säilyneet ennallaan jopa maantieteellisellä tasolla, mutta myydyn salkun keskimääräisen yrityksen arvo on laskenut muutamalla miljardilla (katso taulukko alla). Viimeaikaista menestystä mittaavaan ”success” -tunnusluvun keskiarvo on ostetussa salkussa kasvanut ja myydyssä salkussa laskenyt.

Portf. factors vs. Mkt	P/B	Size	ViM	Success
L O N G Average	1,2 1,0 0,8 1,0	2 112 720 604 1 142	23,3% 20,9% 7,6% 16,8%	55,9 55,0 49,2 53,2
Universe (6.225 shrs)				
S H O R T Average	6,0 6,2 2,4 4,9	43 209 20 361 9 107 44 385	4,1% 3,7% 2,9% 6,6%	49,5 49,9 46,0 48,5

Lokakuun ensimmäisenä päivänä rahaston arvo nousi lähes puoli prosenttia. Tämä johtui lyhyeksi myydyssä salkussa olevasta amerikkalaisen lääkejätti Merckin osakkeen lähes 27 prosentin arvonlaskusta, joka seurasi yhtiön ilmoittaessa vetävänsä Vioxx särkylläkkeensä pois markkinoilta lääkkeen aivo- ja sydäninfarktirisikin nostattavan vaikutuksen takia. Vaikka kyseinen tapahtuma oli Phalanxin osuudenomistajille puhdas ”tuottolahja”, en ole tätä kirjoittaessa vielä sulkenut kyseisen yhtiön lyhyeksi myytyä positiota, koska uskon että tästä seuraavat ryhmäkanneutiset tulevat laskemaan yhtiön kurssia edelleen. Reseptilääkettä on myyty maailman laajuisesti 84 miljoonalle ihmiselle ja uutisen aikoihin lääketta käytti arviolta noin 2 miljoonaa ihmistä.

Phalanxin sääntöjä uudistetaan vastaamaan paremmin nykyistä keväällä 2003 tarkennettua sijoitusstrategiaa. Toivon, että uudet säännöt saadaan voimaan vielä tänä vuonna ja kerron uudistuksista tarkemmin ensi katsauksessani. Osuudenomistajan kannalta merkittävin muutos tulee olemaan se, että rahastoa voi jatkossa merkitä tai lunastaa viikottain. Sääntöuudistus ei vaadi osuudenomistajalta toimenpiteitä.



Martin Paasi, salkunhoitaja
martin.paasi@seligson.fi

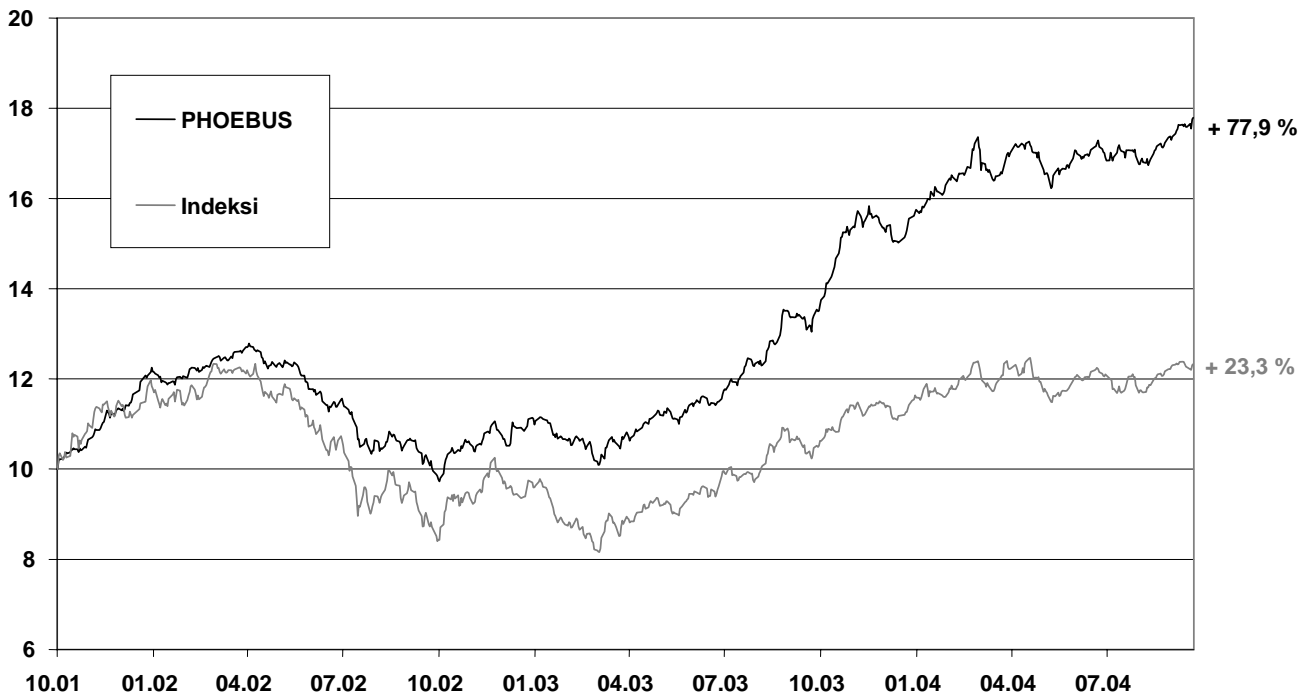
PHOEBUS
30.9.2004

Osakerahasto, joka tekee pitkän tähtäimen sijoituksia pääosin Suomen osakemarkkinoille.

Osuuden
arvo
euroissa

Phoebus ja vertailuindeksi

10.10.2001 - 30.9.2004



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	10.10.2001
Tyyppi	Osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	13,2
Vertailuindeksi	75% HEX portfoliotuotto, 25% MSCI AC World Free NDR
Minimisijoitus	€ 5000, säästösopimuksella ei alarajaa
Hallinnointi- ja säilytyspalkkio	0,75 % p.a.
Tuottosidonnainen palkkio	on
Merkintäpalkkio	2 %
Lunastuspalkkio	€ 20
Salkunhoitaja	Anders Oldenburg

TUOTTO- JA RISKI

	Rahasto		Vertailuindeksi	
	Tuotto	Volatiliteetti	Tuotto	Volatiliteetti
3 kk	3,3 %	7,6 %	0,7 %	8,4 %
Vuoden alusta	16,3 %	7,5 %	9,4 %	8,4 %
12 kk	35,1 %	9,8 %	19,6 %	9,9 %
3 v	-	-	-	-
Aloituspäivästä	77,9 %	10,8 %	23,3 %	15,2 %
Aloituspäivästä p.a.	21,4 %		7,3 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	0,8 %
Tuottosidonnainen palkkio	1,1 %
Kaupankäyntikulut	0,0 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,9 %
Salkun kiertonopeus	1,8 %
Väitospalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	11,0 %
Lähipiirin omistusosuus	24,3 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
EXEL OYJ	Suomi	15,9 %
TULIKIVI OYJ-A SHS	Suomi	9,9 %
TIEOENATOR OYJ	Suomi	8,9 %
LASSILA & TIKANOJA OYJ	Suomi	8,0 %
STOCKMANN OYJ ABP-B SHARE	Suomi	6,6 %
SVENSKA HANDELSBANKEN-B SHS	Ruotsi	4,2 %
SUOMINEN CORPORATION	Suomi	4,1 %
CHIPS ABP-B	Suomi	3,7 %
VACON OYJ	Suomi	3,6 %
NOKIAN RENKAAT OYJ	Suomi	3,3 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella - www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Rahaston kehitys

Vuoden kolmannella neljänneksellä rahaston vertailuindeksi nousi edelleen 0,7%. Phoebus pärjäsikin hieman paremmin osuuden arvon noustessa 3,3%. Markkinat ovat nousseet viimeisen vuoden aikana poikkeuksellisen paljon ja Phoebus on samaan aikaan pärjännyt markkinoihin verrattuna poikkeuksellisen hyvin. Älkää tottuko tähän!

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

Sijoitukset

Ehdottomasti tärkein tapahtuma salkkuyhtiössämme kolmannella neljänneksellä oli State Streetin toimitusjohtajan David Spinan päätös siirtyä eläkkeelle. Uusi johto on aina riski, mutta tässä tapauksessa hänen seuraajansa Ronald Logue tulee talon sisältä (hän on ollut State Streetillä 14 vuotta) ja on ollut Spinan ilmeinen manttelinperiä jo vuosia.

Silti johdon vaihdos, erityisesti kun se tapahtuu yllättäen ja äkkiä, kuten tässä tapauksessa, saa aina pienet punaiset liput liehumaan silmissäni. Se voi olla oire siitä, että kaikki ei ole hyvin. Olen tässä tapauksessa melko vakuuttunut siitä, että yhtiö on kunnossa. State Streetin markkina-asema on erittäin vahva, strategia on selkeä eikä kaipaa muutoksia ja tuloskehitys on hiljalleen vahvistumassa.

Toinen pois jäävä johtaja on Vestasin varatoimitusjohtaja Torben Bjerre-Madsen, joka sai potkut syyskuun lopussa. Hän johti aiemmin NEG Miconia, jonka Vestas osti vuoden alussa. Vestas on aivan eri luokan yhtiö kuin NEG Micon ja integraatio sujuu paremmin ilman ex-NEG-johtajia, joiden voi olla vaikea sopeutua. Tämä oli hyvä uutinen (jotta tämä ei kuullostaisi arrogantilta todettakoon, että markkinat olivat samaa mieltä – Vestasin markkina-arvo nousi ilmoituksen jälkeen sekunneissa noin 300 miljoonaa kruunua).

Kolmaskin johdon vaihdos tapahtui syyskuun lopussa kun Fiskars Brandsin toimitusjohtaja Bill Denton jäi eläkkeelle. Tämäkin on tärkeä muutos. Se, että Fiskars ei heti pystynyt nimeämään Dentonin pysyvää seuraajaa osoittaa valitettavasti todeksi sen, mitä olen viime vuosina yhä enemmän alkanut epäilemään: yhtiö on melkoisen sekaisin. Minun on yhä vahvemmin kyseenalaistettava mitä se tekee salkussamme.

Robert Mondavin osalta kyseenalaistaminen ei enää ole tarpeen. Myin syyskuussa kaikki osakkeemme yhtiön

ilmoitettua, että se aikoo keskittyä halvempien viinien valmistukseen (Woodbridge, Mondavi Private Selection) ja myydä luksusviininsä (Opus One, Robert Mondavi Winery ym). Jo aiemmin yhtiö oli ilmoittanut jakavansa liiketoiminnan kahteen eri segmenttiin ja yhdistävänsä osakesarjat (hyviä päätöksiä). Syyskuusen ilmoituksen suurin yllätys oli, että Michael Mondavi erosi yhtiön palveluksesta.

Pidän valittua strategiaa vääränä. Olin toivonut, että yhtiö keskittyisi luksusviineihin. Keskihintaisissa viineissä tärkein kilpailutekijä on käsittääkseni jakeluvoima eli se, että supermarketista saa hyllytilaa. Kuluttajille päin tärkein kilpailuvaltti on hinta. Tässä maailmassa pärjäävät vain suurimmat, enkä jaksa uskoa Mondavin pärjäävän Fostersin, Diageon tai Southcorpin kaltaisille jäteille. Luksusviineissä sen sijaan pienikin toimija voi pärjätä hyvin, kunhan brändi on riittävän eksklusiivinen.

Sijoituksemme Mondaviin tuotti meille noin 20% tappiota. Myyntipäätös oli silti ilmeinen. Jos en enää usko yhtiön strategiaan, miksi omistaisimme sen osakkeita?

Sijoitin Mondavin myynnistä saamamme rahat maailman toiseksi suurimman vähittäiskauppaketjun, Carrefourin, osakkeisiin. Olen jo vuosia seurannut Carrefourin osakkeen laskevan, tuloksen jatkuvasta paranemisesta huolimatta. Tämä ei tietenkään voi jatkua ikuisesti – P/E-luku on kolmessa vuodessa puolintunut (osakekurssin laskettua 34% samalla kuin tulos on noussut 37%) ja on kuluvan vuoden tulokselle enää noin 13.

Lisäksi Carrefour saattaa olla entistäkin vahvemman tuloskasvun kauden kynnyksellä. Yhdistyessään Promodès'n kanssa 1999 Carrefour joutui jäädyttämään kasvuinvestoinnit Ranskassa viideksi vuodeksi. Tämän nyt päättyneen jakson aikana kilpailijat ovat rakentaneet yli 600 000 neliötä lisää myyntialaa, jota Carrefour voi nyt alkaa kuroa kiinni.

Lopuksi

Tässä katsauksessa on rajatusti tilaa, varsinkin silloin kun yhtiössämme tapahtuu niin paljon kuin nyt heinäsyyskuussa. Käykää myös Phoebusin nettisivuilla (www.seligson.fi/phoebus) lukemassa lisää mietteitäni rahastosta ja/tai kommentoimassa toimintaamme.



Anders Oldenburg, salkunhoitaja
anders.oldenburg@seligson.fi

PHOEBUS YHTIÖISTÄ



Hyvän yhtiön ei aina tarvitse olla alansa suurin. Selkeä strategia voi johdonmukaisesti toteutettuna tehdä suhteellisen pienestäkin yhtiöstä markkinajohtajan sen valitsemilla niche-alueilla. Hyvä esimerkki on Nokian Renkaat, joka on noin 20 kertaa pienempi kuin sen globaalit pääkilpailijat (Michelin, Goodyear, Bridgestone) mutta silti selvä markkinajohtaja talvirenkaissa Pohjoismaissa ja Venäjällä.

Viidessä vuodessa NR:n valmistustoiminnan liikevaihto on organisaatiosta kasvanut yli 12% vuodessa eli lähes tuplaantunut. Lisäksi yhtiö on laajentunut rengasjakeluun yritysostoin. Valmistustoiminnan liikevaihto on kasvanut yli 19% vuodessa. Tämä kieli onnistuneesta strategiasta. Siitä kertoo myös se, että NR:n valmistustoiminnan liikevaihtomarginaali on yli 21% - eli noin kaksinkertainen parhaimpiin kilpailijoihin verrattuna.

Suurin syy trendinomaiseen kannattavuuden paranemiseen on ollut uusien niche-alueiden valtaus; selkeimpänä näistä high-performance –kesärenkaiden markkinat Pohjoismaissa. Kasvava erikoistuotteiden volyyymi on mahdollistanut halpatuotteiden valmistuksen asteittaisen ulkoistamisen. Nokian tehdas tekee tänään lähes ainoastaan hyväkatteisia erikoistuotteita.

Käydessäni syyskuun lopussa Nokialla sain kuvan erittäin suunnitelmallisesti johdetusta yhtiöstä. Sain myös kuvan melko tehottomasta tehtaasta (erikoistuotteiden huono puoli on, että tuotantosarjat ovat lyhyitä). Vaikka lisäerikoistumisen tie alkaa olla loppuun kuljettu, uusi tehdas Venäjällä tuonee merkittävää potentiaalia tehostaa tuotantoa (noin vuodesta 2010 alkaen).

Ja kasvu jatkuu. Yhtiön tavoitteena on seuraavan viiden vuoden aikana tuplata tuotanto noin 14 miljoonaan renkaaseen (joista enää puolet silloin valmistetaan Suomessa). Kasvutavoite rakentuu ennen kaikkea laaturenkaiden kysynnän kasvuun Venäjällä, joka minunkin mielestäni jatkuu lähes väistämättömästi.

Arvostus ei enää ole aivan halpa mutta ei myöskään järjettömän kallis. Viimeisen 12 kuukauden tulos per osake oli noin 6,05 euroa (ilman goodwill-poistoja), johon suhteutettuna osakekurssi (86 euroa) antaa P/E-luvun 14,2. Yhtiöllä on kuitenkin suhteellisen paljon velkaa, joten velkakorjattu P/E on noin 15,7. Sekään ei ole paljon näin nopeasti kasvavalle yhtiölle.

Suurin kysymys on kuitenkin voiko tulos enää kasvaa liikevaihtoa nopeammin. Uusien tuotteiden osuus on viimeisyksyisen Hakkapeliitta 4 –nastarenkaan ansiosta nyt 50%, kun tavallinen taso on noin 35%. Uudet tuotteet tuovat parhaat katteet, joten normalisoituminen ei tee hyvää tulokselle. Samalla on hyvä muistaa, että uusi tehdas Venäjällä ei ainakaan paranna tulosta ennen vuotta 2007 (aikaisintaan). En olisi kovin yllättynyt, jos ensi vuoden tulos olisi huonompi kuin tämän vuoden.

Toinen ongelma, joka liittyy tähän, on yhtiön tietynlainen nöyryyden puute. Minulla ei ole mitään itsevarmuutta vastaan, mutta sijoitan mieluummin yhtiöihin, jotka lupaavat vähemmän kuin saavat aikaan. Nokian Renkaissa markkinoiden odotukset ovat korkealla, ja mahdolliset tulospettymykset tullevat näkymään voimakkaina kurssilaskuina (kuten aiemminkin). Siksi Nokian Renkaat on meille lähinnä erikoismauste – sen osuus salkustamme on vain 3%.

Ainakin toistaiseksi.



On kulunut 55 vuotta siitä kun Henry Taub, pienessä toimistossaan Grinker'sin jäätelöbaarin yläpuolella Patersonin pikkukaupungissa New Jerseyssä, keksi ruveta tarjoamaan ulkoistettua palkanlaskentaa lähialueen yrityksille. Jäätelöbaarit ovat kauan sitten poistuneet katukuvasta, mutta Automatic Data Processing on menestynyt.

Ulkoistaminen on nykyään tunnetumpi konsepti kuin se oli 1950-luvulla, mutta kasvaa edelleen. Noin 25% läntisen maailman työntekijöiden henkilöstöhallinnosta on tänään ulkoistettu – ADP hallitsee noin 35% ulkoistetusta markkinasta. Yhtiö on noin neljä kertaa suurempi kuin lähin kilpailijansa. Lisäksi noin kolmasosa ADP:n liiketoiminnasta koostuu tänään muista ulkoistamispalveluista. Näitä ovat arvopaperikauppojen selvitys, autokauppiainien tietopalvelut sekä vakuutusyhtiöiden korvauspalvelut.

ADP:n liiketoimintamalli on hyvin ennustettava – laskutus on jatkuvaa, koska asiakkaat maksavat kuukausittain henkilöstölleen palkkaa. Asiakassuhteet ovat tyypillisesti pitkiä. Ennustettavuutta kuvaa ehkä parhaiten se, että 2003 ja 2004 ovat ainoat vuodet yhtiön historiassa jolloin tulos on hieman laskenut.

Tuloksen muodostumisen kannalta työllisyys, palkkakehitys ja korkotasot ovat ehkä tärkeimmät ulkoiset tekijät. Työllisyys määrää maksutapahtumien lukumäärän. Palkkakehitys ajaa ADP:n ”hintakehitystä” per tapahtuma. Ja korot ovat tärkeitä siksi, että osa henkilöstöhallinnosta on verojen ennakkopidätystä, minkä ansiosta ADP:n läpi virtaa jatkuvasti noin 13 miljardin dollarin asiakasvarat (joille yhtiö saa korkoa).

Viime vuosien huono tuloskehitys johtuu pitkälle kaikkien näiden tekijöiden huonosta kehityksestä, ennen kaikkea ennätyksellisen alhaisesta korkotasosta. Käänte on jo tapahtunut – USA:n keskuspankki on jo ehtinyt nostaa korkoja kolmesti tänä vuonna¹, joka (viiveellä) parantaa ADP:n tulosta (ennen veroja) noin 100 miljoonalla dollarilla, eli 7%. Myös työllisyys on hiljalleen parantunut.

Tasainen tuloskehitys on myös merkki hyvästä yritysjohdosta. Nykyinen toimitusjohtaja Art Weinbach on itse asiassa vasta neljäs ADP:n 55-vuotisessa historiassa; laatuyhtiön merkki. En koskaan voi tuntea ulkomaisten yhtiöidemme johtajia niin hyvin kuin tunnen suomalaisia johtajiamme, mutta puhelinesitysten perusteella Weinbach on loistava.

Osakemarkkinat ovat oivaltaneet näkymien parantuneen, eikä ADP ole halpa. Viime vuoden osakekohtaiselle tulokselle (\$1,56) laskettuna P/E-luku on noin 28. ADP:llä on kuitenkin erittäin vahva tase – nettokassaa on pari miljardia – ja tulos on taas kasvussa. En siksi pidä sitä järjettömän kalliina.

Suurin hankaluus on optioiden avokätinen käyttö. ADP:llä on tänään yhtä paljon osakkeita kuin 10 vuotta sitten. Tällä jaksolla se on kuitenkin käyttänyt nettona 2,7 miljardia dollaria osakkeiden takaisinostoon (ja laskenut samalla liikkeelle optioita). Jakson kumulatiivinen nettotulos oli 7,7 miljardia. Vai oliko se siis 5,0 miljardia?

Elän vastahakoisesti tämän ongelman kanssa, koska se koskee useimpia yhtiöitä – jopa Suomessa. Ja ADP on selvästi parempi yhtiö kuin useimmat muut.

¹ Sainpa sittenkin kirjoittaa USA:n keskuspankista näissä katsauksissa – sitä en olisi ikinä uskonut! Seuraan yhtiöitä, en kansantalouden lukuja, jotka minusta ovat osakesijoittajalle lähes hyödyttömät.

RAHASTOJEN TUNNUSLUKUIJEN MÄÄRITELMIÄ

Standardipoikkeama / volatiteetti

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

Tracking error / aktiivinen riski

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

Salkun kiertonopeus

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

Kiertonopeuden laskentatapa muutettiin 30.9.2004 Euroopan komission suosituksen mukaisesti. Aiemmin luku laskettiin seuraavasti: Kiertonopeus on rahastoon tehtyjen yhteenlaskettujen ostojen ja yhteenlaskettujen myyntien arvoista pienemmän suhde rahaston keskimääräiseen pääomaan tarkastelujaksolla.

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. Joustosalkun osalta luku sisältää myös kohderahastojen kulut.

Välityspalkkiot lähipiirille

Prosenttiosuus rahaston tarkastelujaksolla maksamista välityspalkkioista, jotka on maksettu rahastoyhtiön kanssa samaan kirjanpidolliseen konsolidointiryhmään kuluvalle 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) pituuskien pääomilla painotettuna keskiarvona ja ilmaistaan vuosina. Kun korkotaso muuttuu (+/-) x % muuttuu joukkolainan arvo (-/+) duraatio * x %.

PHOENIX
30.9.2004

Osakerahasto, joka sijoittaa maailmanlaajuisesti historiallisesti alhaisesti arvostettuihin osakkeisiin.

Osuuden
arvo
euroissa

Phoenix ja vertailuindeksi

25.9.2000 - 30.9.2004



RAHASTON AVAINTIEDOT

Aloituspäivä	25.9.2000
Tyyppi	Kansainvälinen osakerahasto
Rahaston koko (milj. euroa)	8,3
Vertailuindeksi	MSCI All Country World Index Free
Minimisijoitus	€5 000, säästösopimuksella ei alarajaa
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	-6,7 %	12,5 %	-2,6 %	11,1 %
Vuoden alusta	3,8 %	12,4 %	4,6 %	10,9 %
12 kk	10,6 %	14,3 %	10,8 %	13,5 %
3 v	12,5 %	19,1 %	-10,1 %	18,7 %
Aloituspäivästä	12,2 %	18,7 %	-38,1 %	19,2 %
Aloituspäivästä p.a.	2,9 %		-11,3 %	

KULUT JA TUNNUSLUVUT

1-9.2004

Palkkiot yhteensä (TER)	1,1 %
Tuottosidonnainen palkkio	0,0 %
Kaupankäyntikulut	0,4 %
Kokonaiskulut (TKA)	1,5 %
Salkun kiertonopeus	99,0 %
Välityspalkkiot lähipiirille	0,0 %
Tracking error	12,7 %
Lähipiirin omistusosuus	11,4 %

SUURIMMAT OMISTUKSET

Yhtiö	Maa	Osuus rahastosta
DIGITAL ILLUSIONS CE AB	Ruotsi	7,9 %
INTRUM JUSTITIA AB	Ruotsi	5,2 %
SANOMAWSOY OYJ-B SHS	Suomi	5,2 %
SAMSUNG ELECTRONICS-GDR REGS	Korean tasavalta	5,0 %
ALLIANZ AG-REG	Saksa	4,7 %
SK TELECOM CO LTD-ADR	Korean tasavalta	4,5 %
MCKESSON CORP	Yhdysvallat	4,4 %
KONINKLIJKE AHOLD NV	Alankomaat	4,3 %
DEL MONTE FOODS CO	Yhdysvallat	3,5 %
SUN MICROSYSTEMS INC	Yhdysvallat	3,1 %

Ajantasainen salkun sisältö Rahastoluotaimella - www.seligson.fi

SALKUNHOITAJALTA

Tämän vuoden kolmas neljännes oli rahaston kannalta huonoin laskettuna siitä lähtien kun ryhdyin hoitamaan Phoenixia huhtikuussa 2003. Rahaston arvo laski 6,7% ja Morgan Stanley World –indeksi 2,7% (dollareissa -0,6%). Ikäviä lukuja, jotka eivät anna aihetta tyytyväisyyteen. Vuositasolla ovat osakemarkkinat tuottaneet vertailuindeksillämme mitattuna 10,8% ja rahasto 10,6%. Tämä on selvästi vähemmän kuin miltä näytti kesäkuun lopussa, mutta vastaa osakkeiden pitkän aikavälin historiallista tuottotasoa.

Pohjoismaiset pörssit ovat tänä vuonna olleet tuottotaivaan tähtiä - Tukholman ja Helsingin pörssit kärjessä. Menneen neljänneksen aikana vain nämä kaksi tuottivat jälleen positiivisesti samalla kun suurin osa maailman muista markkinoista notkahti. Suurista markkinoista huonoiten meni Tokiossa (-8,7%) ja seuraavalle jumbopaikalle tuli Nasdaq (-7,4%).

Mutta mitä tapahtui rahastollemme, miksi emme pärjänneet vertailuindeksille? Siihen kysymykseen ei itse asiassa olekaan helppo vastata. Näyttäisi kuitenkin siltä että kuluneen neljänneksen epävarmalla markkinalla toimi sama dynamiikka kuin usein ennenkin vastaavina aikoina: sijoittajat pakenivat osakkeista, joiden riskiä he pitivät suurena - siis Phoenix –tyyppisistä osakkeista - defensiivisiin ja laadultaan parempien yhtiöiden osakkeisiin.

Raskaimmat tappiot kärsimme kolmannella neljänneksellä niissä yhtiöissä, joiden osakkeet olivat kehittyneet erittäin hyvin viimeisimmän vuoden aikana – mikä ei sinänsä ole täysin yllättävää. Eikö minun sitten olisi pitänyt myydä kyseiset osakkeet ajoissa?

Sitä mieltä voi varmasti olla, mutta markkinoiden ajoittaminen ei koskaan ole ollut vahva puoleni. Haluan myydä vasta kun yhtiö on toipunut ”täysiin mittoihinsa” – en siis sen vuoksi, että uskoisin markkinoiden laskevan lyhyellä aikavälillä. Salkun osakkeista muun muassa Digital Illusions ja Samsung ovat kuuluneet putoajiin viime kuukausina. Uskon kuitenkin, että yhtiöillä on jäljellä enemmän annettavaa, enkä siis halua niitä vielä myydä.

Olisinko voinut tehdä jotain paremmin? Varmasti – ainahan voi. Valitsemamme sijoitustyylin riskin vähentäminen ei ole ihan yksinkertaista, mutta sitä puolta minun tulee kehittää. Tämä saattaa myös vaatia jonkin verran muutoksia rahaston säännöissä, mutta katsotaan asiaa tarkemmin myöhemmin kohdassa ”strategia”.

USA

Syyskuun toisella ja kolmannella viikolla tein vuosittaisen matkani Yhdysvaltoihin. Tätä kirjoittaessani olen ollut Suomessa vajaan viikon ja jatkan edelleen yritysvierailujeni ja muiden vaikutelmien sulattelua.

Yhteenvetona voin tuoda esiin, että käsitykseni USA:n talous- ja taseongelmista maailmantalouden suurimpana yksittäisenä riskitekijänä ei ole muuttunut. Voimakkaiden talous- ja rahapoliittisten toimien käynnistämä talouden toipuminen jatkaa kulkuaan erittäin horjuvin jaloin.

Amerikkalaisille tyypillinen itsevarmuus on nyt vaimeaa ja ihmisten epävarmuus työpaikoista ja inflaatiosta on edelleen suurta. Siitä huolimatta pysyy kulutuskysynnän taso korkealla edellä mainittujen poliittisten toimien johdosta.

Yhdysvaltain talous on viime vuosina muuttunut selvästi häiriöalttiimmaksi, kun sekä raha- että talouspolitiikassa on otettu lähes kaikki keinot käyttöön ja työmarkkinoita leimaavat yhä enemmän lyhyet tilapäiset työsuhteet.

Koko teollistuneita länsimaita koettelevat edelleen investointien vähäisyys sekä valmistavan teollisuuden ja viime aikoina myös palvelujen siirtyminen Intian ja Kiinan tapaisille nopeammin kasvaville alueille.

Uskon, että parhaassakin tapauksessa saamme totutella hitaampaan USA:n kasvuvauhtiin kun valtion- ja vaihtotaseen alijäämiä pyritään tasapainottamaan. Samalla korkotasoa normalisoidaan, jotta saadaan houkuteltua riittävästi pääomia.

Yksi ulospääsytie tilanteesta ja samalla tapa vähentää tasapainottamisen tuskia liittyy valuuttakursseihin. Luultavasti paras ratkaisu koko maailman kannalta olisi se, että Kiina antaisi periksi G7:n painostukselle ja päästäisi valuuttansa kellumaan tai ainakin revalvoisi sen.

Viitaten yllä sanottuun – ja finanssiomaisuuden korkeaan arvostustasoon – on Yhdysvalloista vaikeaa löytää suurta sijoituspotentiaalia. On erittäin epätodennäköistä, että USA edelleen viiden vuoden kuluttua vastaisi 52%:sta maailman pääoma-markkinoiden markkina-arvosta.

Tämä ei kuitenkaan tarkoita, etteikö Yhdysvalloista voisi löytää yksittäisiä sijoituskohteita. On tietenkin aina vaikeampaa mennä markkinoita vastaan, mutta USA on iso maa ja myös kiintoisasti hinnoiteltuja yrityksiä löytyy.

Tapasin matkallani parin sijoituksistamme vanhemman päään edustajia - Sun Microsystemsin ja Del Monten – sekä koko joukon ihan uusia kandidaatteja. Mielenkiintoisimmalta niistä vaikutti grafiikka-korttityritys Nvidia.

Sekä Sun että Del Monte ovat hyvässä vedossa ja aiemmissa raporteissa kuvaamani potentiaali ei ole häipynyt minnekään (Sun 4/2003, Delmonte 3/2003)².

Rahaston osakesalkku

Uusia yhtiöitä salkussamme ovat englantilais-amerikkalainen varainhoitaja Amvescap, amerikkalaiset geneeristen lääkkeiden tuottajat King ja Par Pharmaceuticals ja jo mainittu Nvidia. Vanha ystävämme M-Real on sekin jälleen tullut salkkuun takaisin.

Poistuneita ovat Nintendo, Takeda Chemical, Baxter, JM Bygg, Scottish & Newcastle ja viime neljänneksen tulokas Wilhelm Wilhelmsen, jonka kurssi on noussut voimakkaasti.

Strategia

Lopuksi: mitä voimme tehdä parantaaksemme rahaston riski/tuotto –suhdetta.

Eikö markkinoiden laskuja vastaan voi yksinkertaisesti suojautua? Varmaan se on mahdollista, mutta vaatii ylivoimaista jatkuvaa ajoitusosaamista, jota kaikkien huolella tehtyjen tutkimusten mukaan ei kenelläkään käytännössä oikeasti ole. Pitää myös ottaa huomioon, että salkkumme yhtiöt tekevät sekä nousujen että laskujen käänneet vielä rajummin kuin markkinat.

Sen sijaan olen tutkinut mahdollisuutta ostaa myyntioptioita yhtä volatiileihin yrityksiin kuin ne joihin ensisijaisesti sijoitamme, mutta joita pidän liian korkealle arvostettuina. Tämä saattaisi jonkin verran suojata viime neljänneksellä kokiamme laskuja vastaan.

Huonona puolena on kuitenkin ainakin hinta: moisen suojan hankkiminen ei ole ihan halpaa. Emme luonnollisestikaan halua ottaa maksettavaksemme kustannuksia, jotka eivät ole rahaston päästrategian mukaisia.

Kuten olen usein painottanut, on järkevää että Phoenix on vain yksi rakennuspalikka kunkin sijoittajan itselleen rakentamassa kokonaisuudessa. Näin ollen voimme tarvittaessa sietää rahaston tuoton kohtalaisia

² Vanhat neljännesvuosikatsaukset löytyvät pdf-muodossa Internetistä, www.seligson.fi => Esitteet ja katsaukset.

heilahteluja. Tämän ei kuitenkaan pidä antaa vähentää ponnistelujamme riskipainotetun tuoton maksimoimiseksi strategiamme sallimissa rajoissa.

Siksi toinen mahdollisesti parempi tapa saattaisi olla se, että käyttäisimme jonkin verran isomman osan salkusta – sanotaan nyt vaikka 25% eikä vain nyt mahdolliset 10% - siihen, että ostaisimme osakkeiden sijasta korkeatuottoisia velkakirjoja, joita ovat laskeneet liikkeelle yhtiöt, joihin ajattelemme sijoittaa. Elpymisen alussa on osakekurssi usein erittäin volatiili, kuten olemme nähneet ja velkakirjat antavat monesti paremman riskikorjatun tuoton.

Vielä yksi keino korkeamman tuoton tavoittelussa saattaa löytyä valuuttariskien käsittelystä. Kuten olen raporteissani kertonut, en ole tähän mennessä suojautunut valuuttakurssien vaihteluja vastaan. Tämä päätös on tullut meille kalliiksi. Vaikka dollariherkkyytemme onkin alipainossa indeksiin nähden, on se kuitenkin ollut välillä 30-40% salkun arvosta.

Kun dollari on viimeisen 18 kuukauden aikana heikentynyt 20%, voidaan laskea että olemme menettäneet 6-8% tuottoa.

Yksinkertaisin suojautumiskeino on valuuttatermiinien käyttö. Siihen meillä on rahaston sääntöjen mukaan mahdollisuus ja mietin tällä hetkellä tarkkaan miten toimimme jatkossa.

Rahaston sääntöihin tehdään parhaillaan uuden sijoitusrahastolain edellyttämiä muutoksia. Samalla on hyvä tarkistaa säännöt myös muilta osin. Pidän teidät ajan tasalla muutoksista viimeistään seuraavassa raportissani. Arvostan myös kaikkia asiaan liittyviä ajatuksianne ja muuta mahdollista palautetta!



Peter Seligson, salkunhoitaja
peter.seligson@seligson.fi



MATKAVAIKUTELMIA: KIINAN TÄRKEIN LUONNONVARA

Käväisin lokakuun puolessa välissä Kiinassa yhteistyökumppanimme APS Asset Managementin vieraana ja ehdin matkan aikana myös jonkun verran ihmettelemään sikäläistä kulttuuria, ruokaa ja liiketoimintaa.

Kiinan huiman kasvun voisi hieman leikiten sanoa juontuvan maan merkittävimmästä luonnonvarasta: ihmisestä. Heitä löytyy noin 1,3 miljardia kappaletta.

Missä sitten piilee tämän voimavaran taloudellinen voima? Vaikka useimmat teolliset tuotantovaiheet ovat automatisoitavissa, ei se aina ole kustannustehokasta.

Esimerkiksi Varitronixin LCD –näyttöjen tuotantolinjalla kyselin tehtaanojohtajalta, miksi tyttö valoi käsin mikroprosessoria piirikortille. Suomalaiseen tuotantokulttuuriin tottuneena luulisi, että tuollaisen kovin yksitoikkoisen työvaiheen voisi parhaiten hoitattaa jollain robotilla. Suurina sarjoina näin tietenkin onkin, mutta kun kyseisen piirilevyn tuotantoerä oli vain muutama satatuhatta, niin se ei riittänyt kattamaan robotin hankintakuluja. Ihminen on siten taloudellisesti vaihtoehto.

Yksi ihmisiin liittyvä keskeinen voimavara on tietenkin myös siinä, että ihmisiä voi ”ohjelmoida” tekemään lähestulkoon loputtoman määrän erilaisia työvaiheita, kun robotin joustavuus taas on aina rajallinen.

Tämä näkyy hyvin esimerkiksi Yue Yuenin kenkätehtailla, missä Adidakset, Niket ja lähes kaikki muut maailman johtavat urheilujalkinebrändit tuottavat noin 210:stä eri osasta koostuvia lenkkareitaan. Käsiyö on tässä busineksessa tuotantotehokkuuden kannalta aivan omaa luokkaansa. Koska lenkkari tai muu urheilukenkä myy vain niin kauan kuin sitä markkinoidaan uutuutena, ovat sen tuotantotarjat aina lyhyehköjä ja tällöin ihmistyövoiman joustavuus pääsee oikeuksiinsa.

Riittääkö virtaa?

Kiinan talouskasvun jatkumisen yhtenä suurimmista pullonkauloista pidetään - satamakapasiteetin lisäksi - sähköntuotantoa. Tästä johtuu, että jotkin tehtaot jo nyt toimivat vain neljä päivää viikossa. Toiset taas - kuten esimerkiksi viihde-elektroniikkaa valmistava IDT - ovat panostaneet omiin dieselvoimaloihin. Niiden sähkö ei itse asiassa ole merkittävästi kalliimpaa kuin verkkosähkö, jota tavallisesti tuotetaan suhteellisen saastuttavilla hiilivoimaloilla.

Kaupunkisaasteen lisäksi laaja hiilivoimaloiden käyttö onkin suurin yksittäinen saastuttaja tällä hetkellä. Ydinvoimaloista olisi apua, mutta niitä pidetään nykytilanteessa liian kalliina.

Kiina sijoituskohteena

Seligson & Co APS Far East –rahasto sijoittaa Kaukoidän markkinoille (poislukien Japani). Rahaston salkunhoitajana on toiminnan alusta saakka toiminut singaporelainen APS Asset Management, koska uskomme että näillä markkinoilla tarvitaan vahvaa paikallista läsnäoloa. APS myös jakaa pitkäjänteisen ja turhia riskejä välttävän suhtautumisemme osakemarkkinoihin.

Kiina on rahastolle tärkeä sijoituskohteena, joskin epäsuorasti. APS:n sijoitusfilosofia on pitkäjänteinen ja perustuu ennen kaikkea suurten ”megatrendien” tunnistamiseen. Sijoitukset tehdään yhtiöihin, joiden 1) liiketoiminta hyötyy megatrendeistä, 2) johto on poikkeuksellisen hyvä ja 3) osakkeen arvostus on alhainen.

Kaukoidän suurimpia megatrendejä on urbanisoituminen. Vuosina 1970-1999 lähes 200 miljoonaa kiinalaista on muuttanut maalta kaupunkiin. Silti Kiinan urbanisoitumisaste on vasta 31%. Euroopassa taso on useimmissa maissa 60-70%, USA:ssa se on 80% ja Etelä-Amerikan suurissa maissa jopa 85-90% väestöstä asuu kaupungeissa.

Kiinan urbanisoituminen takaa halvan työvoiman saatavuuden jatkossakin, vaikka kaupungissa kauemmin asuneiden työntekijöiden palkat ovatkin kasvussa. Ja trendi jatkuu – seuraavan 10-15 vuoden aikana on arvioitu jopa 200 miljoonan ihmisen muuttavan maalta kaupunkiin.

APS Far East -rahaston sijoituskohteista monet ovat yrityksiä, joiden liiketoiminta on Kiinassa, vaikka yhtiön osakkeilla käydään kauppaa vain muissa alueen pörseissä (Singapore, Hong Kong, Taiwan). Nämä yhtiöt tarjoavat sijoittajalle yhdistelmän Kiinan potentiaalia ja hyvää yleensä USA:ssa koulutettua yritysjohtoa. Myöskään Kiinan markkinoiden korkea arvostustaso ei ole tarttunut niihin.

Energiaa syömällä

Jos sähkö on kallista, niin ruoka on Kiinassa puolestaan halpaa. Jopa siinä määrin että kiinalainen perhe syö usein niin sanotusti ”ulkona”.

Näin länsimaalaisten ennakkoluulojen läpi katsottuna tämä johtunee osaltaan siitä, että kiinalaiset syövät ihan mitä vaan. Itse tulin todistajien läsnäollessa syöneeksi mm. pulun päätä, lampaan nahkaa, sian korvaa, kilpikonaa, suolia ja ”appetizerina” kylmiä kananjaljoja, eläväntuoreiden haikalojen, rapujen ja jättihummereiden lisäksi.

Kaupungeista onkin turha etsiä kotieläimiä kuten kissoja tai koiria, eikä lintujakaan näy...

No, leikki sikseen. Kaiken kaikkiaan Kiinassa vallitsee selvästi entisen kommunistijohtajan Deng Xiaopingin henki: oli tuleva poliittinen suuntauksemme mikä tahansa, niin keskittykäämme ensin vaurastumiseen.

Martin Paasi

martin.paasi@seligson.fi

Seligson & Co Sijoitusmessuilla

Olemme mukana Sijoitusmessuilla Helsingin Wanhassa Satamassa 10-11.11.2004.

Tervetuloa käymään osastollamme (B29) tai kuuntelemaan seuraavia esityksiä:

10.11.2004

Tietoiskukabinetti E103

Kello 15.00 - 15.20

Erikoistilanteet osakemarkkinoilla

Kurssit nousevat ja kurssit laskevat, mutta erikoistilanteita syntyy aina. Miten sijoittaja voi niistä hyötyä?

Partneri **Peter Seligson**, peter.seligson@seligson.fi

11.11.2004

Sali F

Kello 12.30 - 12.50

Sydänosuus - sijoita järkevästi, tue sydänjärjestöjen työtä

Sydänosuus on uusi ja Suomessa ainutlaatuinen tapa sijoittaa järkevästi ja samalla tukea sydänjärjestöjen työtä.

Informaatiojohtaja **Ari Kaaro**, Seligson Co Oyj / asiamies **Tapio Niitynperä**, Sydäntutkimussäätiö / talouspäällikkö **Taisto Kuronen**, Sydänliitto ry
ari.kaaro@seligson.fi

Tietoiskukabinetti E103

Kello 15.00 - 15.20

Rahastosijoittaja, varo muoti-ilmiöitä!

Onko trendi frendi? Ja jos on, niin kenen? Kannattaako rahastosijoittajan seurata mitä muut tekevät? Jos ei, niin miten sitten tulisi toimia?

Toimitusjohtaja **Jarkko Niemi**, jarkko.niemi@seligson.fi



SELIGSON & CO RAHASTOYHTIÖ OYJ

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

www.seligson.fi

