

Hyvä Asiakas
10.04.2003

SIJOITTAJAKIRJE

90-luvun kestänyt länsimaiden vahva talouskasvun vuosikymmen on takanapäin. Tämä voimakas talouskasvun jakso aiheutti poikkeuksellisen voimakkaan osakkeiden arvostustason nousun USA:ssa ja Euroopassa. Vuosien 1995-1999 aikana amerikkalaisten osakkeiden hinnat kohosivat noin neljä kertaa yritysten tuloksia nopeammin. Lähivuosien todennäköinen hidas talouskasvu USA:ssa ja Euroopassa ja matalana pysyvä investointiaste pitänevät yritysten liikevaihtojen ja tulosten kehittymisen vaisuna. Koko 2000-luvun ensimmäisen kymmenyksen alkupuolisko saattaa Usa:ssa ja Suomessa jäädä hyvinkin vaisuksi osakkeista saatavien arvonnousutuottojen osalta.

Kaakkois-Aasian vahva 90-luvun talouskasvu pysähtyi Aasian kriisiin 1997. Aasian talouskriisi romahdutti Kaakkois-Aasian finanssiarvot poikkeuksellisen rajusti. Kriisin jälkeen maat ovat hoitaneet vaihtotaseensa ylijäämäisiksi ja keskittyneet velkojen poismaksuun. Yritysten taseet ja tulokset ovat kohentuneet reippaasti. Nyt Kaakkois-Aasian maiden kotimainen pirteä kysyntätilanne ja hyvä likviditeettitilanne edesauttavat pitämään taloudet kohtuullisessa kasvussa heikohkonkin maailmansuhdanteen aikana. Osakkeiden arvostustasot eivät ole palanneet kriisiä edeltävälle tasolle vaihtelevien ulkoisten uhkatekijöiden vuoksi: terrori-iskut, öljyn korkea hinta, maailman kulutusveturin USA:n epäselvä taloustilanne, Irak. Thaimaan kansantalous kasvoi vuonna 2002 5,2 %. Thaimaan ulkoiset velat olivat vuoden päättyessä 59 mrd usd (1997 109 mrd usd). Myös alkuvuoden 2003 tiedot ovat olleet hyvin lupaavia: Autojen myynti on kasvanut tammi-helmikuussa +50 %, Thaimaan vienti on kasvanut alkuvuonna +20 %, kuluttajien luottamusindeksi kirjasi tammikuussa lukeman 93.3 ja se on korkeimmillaan sitten Aasian kriisin.

Eliten salkku on trimmattu hyvään kuosiin. Viisi yhtiötämme palasi osingonmaksajaksi (ei osinkoja Aasian kriisin jälkeen) Patkol, Shin, Tipco, Svoa ja Metro Systems. Useilla salkkumme yhtiöllä päällä erikoistilanteita, joista johtuen yksittäisten yhtiöiden markkina-arvot saattavat muuttua paljonkin riippumatta yleisestä kurssikehityksestä. PATKOL tulee kirjaamaan Q1/2003 aikana saneerausohjelman aikaistetun lopetuksen tuottoja tulokseen 26 milj bahtia. RCL saanee lisää satunnaisia tuottoja Singaporen dollarin muutoksista johtuen. CVD poisti vhs-tehtaan arvot taseestaan vuoden 2002 aikana ja yhtiön oikea tulos tulee esiin vuoden 2003 aikana. TFI, pakkausfolion tuottaja teki kertapoistoja aiemmista investoinnistaan ja hyvä operatiivinen tulostahti paljastuu ensimmäisen kvartaalin aikana. Kuluvalta tilikaudelta palaavat osingonmaksajiksi TFI ja CVD. Ucomin osinkoja saadaan odottaa vielä pari vuotta. Salkkumme arvonnousuodotukset ovat hyvin perusteltuja, Thaimaan markkina edullinen ja tuotto/riski suhde erinomainen.

Ystävällisesti tervehtien

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO ELITE LIITTEET:
Yhtiölista, tentti, Eliten arvonkehitys, esite, säännöt ja merkintälomake

Petri Deryng
salkunhoitaja

Salkunhoitaja Petri Deryngin tentti 7.4.2003

Eliten osuuden arvo on tuplaantunut neljässä vuodessa (alkuarvo v 1999: 10 euroa, nyt 20 euroa). **Lienee järkevää ottaa siitä voitot kotiin ja sijoittaa rahat halpoihin pörssiin Euroopassa ja USA:ssa?**

Nousu ja laskupotentiaali pitää suhteuttaa pörssien pitempiaikaiseen kehitykseen ja eri pörssien suhteelliseen halpuuteen tai hinnakkuuteen. Thaimaan SET indeksi on nyt 63 % alhaisemmalla tasolla kuin 10 vuotta sitten ja nousupotentiaalia on vielä erittäin paljon Thaimaan talouden normalisoituessa. Tässä esimerkkejä muutamien pörssi-indeksien kehitysluvuista:

	1993	2003 (huhti)	muutos
Thaimaa (SET)	1000	370	- 63 %
Suomi (HEX)	1200	5 200	+ 330 %
USA (DJ)	3400	8 270	+ 143 %

Eihän tuo SET indeksin alasmeno 10 vuodessa mitään nousua takaa?

Thaimaan talous ylikuumeni 90-luvun puolivälissä ja nopea talouskasvu stimuloi investointien määrää, mikä johti myös tuottamattomiin hankkeisiin. Raju talouskasvu tapahtui alijäämäisen vaihtotaseen turvin. Tämä kehitys päättyi Aasian kriisiin vuosina 1997–1998 jolloin valuutta päästettiin kellumaan. Vuodesta 1997 lähtien on syntynyt uutta talouskasvua perustuen terveisiin rakenteisiin. Vaihtotase tuottaa merkittäviä ylijäämiä eli Thaimaa on ryhtynyt tienaamaan enemmän kuin kuluttamaan. Kriisi kuitenkin syvyydellään aiheutti finanssiarvojen romahtamisen ja vie aikaa ennen kuin arvot normalisoituvat jälleen. Juuri nyt ollaan osakesijoittajan kannalta erittäin mielenkiintoisessa tilanteessa, kun ulkomainen velka on pienentynyt viidessä vuodessa 107 mrd usd:sta 58 miljardiin, eikä sitä ole oikein järkevää enää olennaisesti vähentää. Tällöin vaihtotaseen ylijäämät alkavat kasvattamaan merkittävästi kotimaista likviditeettiä, joka jo nyt on hyvä ja tuo likviditeetin kasvu on perinteisesti saanut Thaimaan pörssi-indeksin kehittymään myönteisesti. Thaimaan taloustilanne on hyvä, BKT:n kasvu + 5 %, vientivolyymit nousussa ja kotimaan kysyntätilanne hyvä. Osakkeiden hinnannousua ovat pidätelleet lähinnä ulkoiset uhat kuten Afganistanin ja Irakin sota, sars ja korkea öljyn hinta. Thaimaan pörssin markkina-arvo on nyt noin 38 % maan BKT:n arvosta ja tuon lukeman tulisi lähestyä 100 % tilanteiden normalisoiduttua täysin.

Miksi teillä on niin pessimistiset näkemykset Suomen ja USA:n pörssikehityksille?

Meillä ei ole näkemystä mistään lisälaskusta, mutta vältämme markkinoita, joilla pörssien nousupotentiaalin suhde laskupotentiaaliin on mielestämme pienempi kuin kohdemarkkinallamme. USA:n ja Suomen pörssien markkina-arvot suhteessa näiden talouksien bruttokansantuotteisiin saavat nyt noin arvon 100 % eli pörssiosakkeiden kokonaismarkkina-arvo on yhtä suuri kuin maan bkt. USA:ssa pitkän aikavälin keskiarvolukema on 70 % ja 80 % :n välillä. Mielestämme USA:n pörssimarkkinan osakkeilla on edelleen liikaa laskupotentiaalia suhteessa pitkäaikaiseen kestäväan nousupotentiaaliin. On muistettava, että yleisosakkeita kuvaava Dow Jones indeksi on laskenut vain 30 % kaikkien aikojen huippulukemastaan. Suomalaiset ja USA:laiset osakkeet saattavat lähivuodet kehittyä ilman selkeää suuntaa, kun länsimaiden teollisuuden investointiasteet pysyvät alhaisina ja talouskasvu heikkona. Toistaiseksi jo kolme vuotta kestänyt pörssilasku on tapahtunut hallitusti heikkokojen talouslukemien myötä, mutta on myös mahdollista, että jokin taloustekijä aiheuttaa markkinoille hallitsemattoman työtäisyn. Näitä tekijöitä ovat esim: USA:n hinnakkaiden kiinteistömarkkinoiden nopea tasokorjaus, dollarin luottamuksen romahdus tuplavajeen johdosta (vaihtotase ja budjetti) ja amerikkalaisten eläkerahastojen kirjauskäytäntöjen muutos. Ohessa esimerkki vuoden 2002 kirjauskäytännön vaikutuksesta yhtiöiden julkistamiin tuloksiin:

USA:n elärahastojen tulosvaikutus v 2002

	Laskennallinen julkaistu tuottotuotto USD milj	Toteutunut tuotto USD milj
IBM	520	-6940
General Electric	1560	-5250
Verizon Communications	2500	-4680
Boeing	400	-3270
Lucent Technologies	580	-2470
Lockheed Martin	160	-1400
BellSouth	830	-1280
Dupont	220	-1920
Yhteensä	7900	-30610

lähde: Bloomberg

Perussäännön mukaisesti kannattaa ostaa laskeneita osakkeita ja myydä nousseita. Eliten arvo on noinkin hyvä, niin tuskin sitä kannattaa merkitä, koska voi tulla heti turpiin?

Lyhyen aikavälin muutoksia on lähes mahdotonta ennakoida, mutta kannattaa huomioida 2 keskeistä seikkaa, joiden pitäisi rajoittaa Eliten arvon alasmenoriskejä:

- 1) Eliten arvo on todellakin tuplaantunut sen toiminta-aikana neljässä vuodessa (10 euroa > 20 euroa), mutta samana aikana Thaimaan pörssi-indeksi on noussut vain +3 % (363 > 373). Eliten tuotto on saatu aikaan yksittäisillä onnistuneilla osakevalinnoilla ja lisäonusuvaraa on paljon, kun Thaimaan pörssi hakee uusia tasoja.
- 2) Kaikki suuret osakekohtaiset tuotot on näiden vuosien aikana kotiutettu mm gfpt, Gss Array, Lanna, Banpu ja Ssi ja nämä rahat sijoitettu uusiin kohteisiin, joilla mielestämme on suurempi nousuvara tästä eteenpäin suhteessa niiden alasmenopotentialiin.

Elitehän otti paljon lunta tupaan epäonnistuneista sijoituksista Jasminiin ja Thai Telephoniin?

Molemmista otettiin tappioita. Jasmin myytiin pois elokuussa 2002 noin 50 % alemmalla tasolla kuin hankintahinta ja TTT myytiin pois maaliskuussa 2003 noin 35 % tappiolla. Kummankin yhtiön tasetilanne tiedettiin heikoiksi, mutta yhtiöiden kehitys yllätti silti negatiivisesti omat odotuksemme. On täysin luonnollista, että merkittävien tuottojen kotiutusten oheen kertyy myös tappiollisia toimenpiteitä ja jos niitä ei olisi jo ollut, niin niitä varmasti olisi myös tulossa. Keskeistä kokonaistuottojen saamiselle on oikea sijoitusstrategia. Eliten salkku on juuri nyt erittäin laadukas ja silti täynnä pirun halpoja osakkeita. Oikea strategian noudattaminen palkitaan aika-ajoin ja välillä yksittäisten yhtiöiden tasokorjaukset ylöspäin saattavat olla hyvinkin rajuja tuoden salkkuun merkittäviä tuottoja.

Elitellä on kovat valuuttariskit päällä?

Haluamme pitää avoimena Thaimaan valuutan Bahtin, koska näkemyksemme mukaisesti sillä on hyvin perustellut mahdollisuudet vahvistua 10–20 % lähivuosien aikana päävaluuttoja vastaan. Vahvistumispotentiaali voi toteutuessaan tuoda salkkuumme lisätuottoja tuosta valuutasta. Meitä askarruttaa kovasti euron ja us-dollarin kehittymispotentiaalit. Miellämme asian nimenomaan kysymyksenä dollarin kehittymisestä, eikä niinkään euron liikehtimisestä. Taala vahvistui mielestämme aiheetta viime vuosien aikana ja emme voi poissulkea mahdollisuutta, että dollari saattaisi heiketä parin seuraavan vuoden aikana paljonkin lisää nykytasoiltaan johtuen USA:n vaihtotaseenvajeen ja budjettivajeen yhteisvaikutuksesta. Meillä on mielenkiinto sitoa tuo dollarin ja euron välinen kurssitaso kiinni termiinisopimuksilla mahdollisesti hyvinkin lähiaikoina. Käytännössä sitomisen jälkeen tilanteemme olisi seuraavanlainen: Luovumme dollarin vahvistumisen tuomista hyödyistä salkkuumme, mutta emme saa haittaa dollarin heikkenemisestä.

Elitehän on hirveän riskaabeli rahasto, kun sen rahat on kaikki yhdessä maassa?

Jokaisella joka sijoittaa vain yhden maan osakkeisiin on suuri maariski. Silti on miljoonia sijoittajia Suomessa, Saksassa ja USA:ssa jotka pitäytyvät sijoituksissaan vain oman maansa osakkeissa. Emme koe maariskiä haitaksi, kun pyrimme aina ennen sijoittamaan ryhtymistä valitsemaan kohdemaan sen perusteella ovatko sen maan osakkeet todella halpoja suhteessa niiden historiallisiin arvostuksiin. Mielestämme olennaisesti enemmän maariskiä sisältyy sijoituksiin, joita pidetään koko elämän ajan samassa maassa, vaikka se useimmiten olisikin tuttu oma kotimaa.

Miksi Elite ei vaihda kohdemaakseen Suomea, kun täällä on tultu roimasti alaspäin osakemarkkinoilla?

Seuraamme useiden eri maiden talouskehitystä sekä pörssien kehittymistä, mutta emme tällä hetkellä pidä mitään muuta markkinaa houkuttelevampana kuin Thaimaa. Arvioimme tällöin kunkin maan lähivuosien nousupotentiaalia suhteessa laskupotentiaaliin. Karkean käsityksen yhtiöiden hinnoittelusta saa vertailemalla yhtiöiden markkina-arvoa (M-Cap) suhteessa niiden liikevaihtoon. Siitä saa yksinkertaisen lukeman, kuinka paljon enemmän eri tilanteissa sijoittajat arvostavat yhtiön bisnestä, esim. Nokian bisneksen arvostus on nyt noin 10 kertaa enempi kuin 10 vuotta sitten. Tässä esimerkkejä suomalaisten pörssi-yhtiöiden arvostustasojen muutoksista 1992-2003:

	Liikevaihto 1992	Markkina-arvo 1992	M-Cap/sales 1992	M-Cap/sales 2003	Liikevaihto 2003	Markkina-arvo 2003 (07.04)
Nokia	3053	672	0,22	2,24	30000	67 274
Stora-Enso	1724	403	0,23	0,60	12800	7 721
Finnlines	245	37	0,15	0,54	690	372
Instrumentarium	289	134	0,46	1,39	1130	1572
Rautaruukki	1093	257	0,24	0,17	2850	498
Outokumpu	2542	420	0,17	0,24	5560	1338
Finnair	916	78	0,09	0,18	1640	288
Nordea	2743	281	0,10	2,33	5600	13044
UPM	2286	840	0,37	0,58	10500	6052
Tietoenator	124	25	0,20	0,84	1300	1089
Raisio	515	70	0,14	0,19	840	156
Huhtamäki	1075	537	0,50	0,37	2250	830
Kone	1895	403	0,21	0,35	5200	1807
Orion	622	453	0,73	0,57	1630	921
Sampo	388	166	0,43	1,19	2877	3421
Wsoy	108	100	0,93	0,63	2360	1482
Kesko	4477	553	0,12	0,17	6500	1109
Tamfelt	70	42	0,60	1,60	126	201
Amer	1176	235	0,20	0,65	1100	714
TeliaSonera				1,62	8809	14259
Elisa				0,57	1563	888
Elcoteq				0,20	1862	380
F-Secure				2,61	38	99
Comptel				1,65	49	81
Keski-arvo			0,31	0,89		

Kommentit 1992

90-luvun alun laman tappioita selvinneet Orion, Tamfelt ja Wsoy halvimmillaan tasoilla 0,60-0,93, ainoat yli 0,50. Pahasti tappiolliset Partek, Rautaruukki ja Outokumpu halvimmillaan tasoilla 0,07-0,24.

Kommentit 2003

Rautaruukki, Huhtamäki ja Raisio saavat houkuttelevan alhaiset arvostukset: 0,17, 0,35 ja 0,19. Metsäyhtiöt ovat tulleet alaspäin vuodessa, mutta edelleen hinnakkaita 0,60 ja 0,58 (Enso ja UPM). Tamfelt, Nokia ja Instrumentarium vaativat arvostustasot suhteessa maailmantalouden näkymiin. Mukana 5 uutta yhtiötä, joita ei ollut listoilla v 1992, ilman näitä yhtiöitä M-cap/sales keskiarvolukema olisi saanut hieman alemman lukeman huhtikuussa 2003: 0,78.

Entäs USA siellähän on tultu markkinoilla roimasti alaspäin?

Osakkeet eivät ole halpoja ja talouden suunta on epäselvä. Yksittäiset myönteiset tekijät saattavat saada markkinat nousuun, mutta emme usko että nyt olisimme pisteessä, josta alkaisi pitkäaikainen uusi nouseva markkinakehitys.

USA:n pörssin suhdannepohjien tunnuslukuja 50 vuoden ajalta (S&P industrials):

	P/E	osinko tuotto	P/BV	M-arvo/ liikevaihto
1949	5.4	7,6 %	0.89	0.43
1957	12.0	4.4	1.43	0.75
1960	16.3	3.6	1.64	0.93
1962	14.9	3.9	1.54	0.85
1967	14.9	3.5	1.85	0.93
1970	12.9	4.4	1.45	0.66
1974	7.5	5.1	1.07	0.38
1978	8.3	5.3	1.14	0.40
1980	6.8	5.7	1.08	0.34
1982	7.9	6.3	0.97	0.33
1984	9.4	4.4	1.36	0.44
1987	12.7	3.4	1.92	0.58
1990	13.9	3.6	2.24	0.60
Keski-arvo	11	4.7 %	1.43	0.58
2003,huhtik (e)22		1.8 %	5.00	1.05

lähde: ISI Group/Barrons/Pyn Rahastoyhtiö Oy

Osakkeisiin on turvallista sijoittaa, koska pitkällä aikavälillä osakekurssit aina nousevat ?

Totta, sadan vuoden trendi tukee osakesijoittamista, koska jokaisen laskun jälkeen on aina nousu uusiin huippuihin ja tähän on tietysti syynä talouskasvu ja erityisesti pörssiyritysten kyky kartuttaa varallisuutta vielä talouskasvuakin nopeammin. Ei ole mitään syytä etteikö pörssiosakkeista voisi odottaa yli 10 % vuotuista arvonnousua jatkossakin, mutta on hyvä muistaa, että aina vahvan teollisen syklin aikana kurssit nousevat selvästi keskimääräistä pitkän trendin vuosi-tuottoa enemmän ja mm. USA:ssa osakkeiden hintojen nousu on 90-luvulla ollut moninkertainen suhteessa tuloksien kasvuprosentteihin. Jos Yhdysvalloissa 20-luvun rajun teollistumisen jälkeen ryhtyi osakesijoittajaksi ja pani rahansa kiinni osakkeisiin lokakuussa 1929, juuri ennen pörssin alamäkeä, niin pääsi omilleen vasta vuonna 1954. Vaikka nyt ei ole aihetta manata mitään vastaavaa tapahtuvaksi, niin on toki selvää, että jos on kyseessä halpa osakemarkkina niin sen markkinan nousupotentiaali on suuri talouden jälleen kasvaessa. Kalliin markkinan laskupotentiaali on valtaisa, jos talousnäkyymiin tulee arvaamattomia muutoksia.

Saako Elitestäkin vain 10 % arvonnousua vuosittain?

1.2.1999 Eliten rahasto-osuuden aloitusarvo oli 10 euroa, nyt runsaat 4 vuotta myöhemmin se on 20 euroa, eli arvon-nousua on 100 %. Erikoissijoitusrahastollemme on tyypillistä, että haemme keskimääräistä parempia tuottoja tavallisia osakerahastoja suuremmilla yrityskohtaisilla painotuksilla ja pitäisin onnistuneena työtämme jos yltaisimme yli 30 % vuosituottoon keskimäärin pitkällä tähtäimellä. (Tällöin Eliten arvo muuttuisi vuosittain seuraavasti: 10 > 13 > 16,9 > 21,97 > 28,56 > 37,13>48,26) Tietysti Eliten vahva sijoitusten keskitysstrategia samalla tarkoittaa, että olemme korkeariskinen osakerahasto, jonka arvo saattaa välillä vaihdella hyvin rajustikin.

Yhtiö Regional Container Lines		toiminta Konttiliikenne				salkkuosuus 17,8 %		
RCL	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1993	612	10404	4200	90	14.60	6.8	42
NYT	2003	55	3520	13000	100	13	0,55	4,2
TAVOITE	2004/5	150	9600	14000	120	18	1,25	8,3

KOMMENTIT: Rcl kirjasi 6 %:n volyymikasvun vuodelta 2002. Rcl on panostanut lisää kapasiteettia yhteyksiin Kiinan, Vietnamin ja Intian satamiin ja näiden reittien rahdit ovat lisääntyneet mukavasti. RCL operoi tällä hetkellä 33 aluksen voimin syöttöliikennettä Kaakkois-Aasian alueella. Malesian uusi satama on sekoittanut jonkin verran logistisia kivoita, kun kaikilla valtameriyhtiöillä on perinteisesti ollut syöttöliikenteen linkkikohta Singaporessa. Satamien kilpailu on toisaalta alentanut mm Singaporen sataman kustannuksia laivayhtiöille, mistä Rcl:kin saa kustannussäästöjä. Lokakuun alusta lähtien alueen laivayhtiöt ovat lisänneet tariffeihin veroluonteisen öljymaksun, jolla vältetään väliaikainen öljyn hinnannousun haitta. Tämä erä ei näy Rcl:n liikevaihdossa, vaan se on todellinen läpilaskutuserä (bunker charge) korvaamaan tilapäisiä hinnannousuja. Odotuksiemme mukaisesti Singaporen dollari on pikkuhiljaa lähtenyt vahvistumaan ja Rcl kirjasi laskennallisia valuuttavoittoja vuodelta 2002 612 mill bahtia. Kiinteistöistä tehtiin 203 mill bahtin alaskirjaus. Yhtiö teki hyvän operatiivisen tuloksen vaikeissa olosuhteissa ja virallinen tulos oli sitäkin suurempi satunnaiserien nettovaikutuksesta. Vuodelta 2003 voidaan odottaa myönteistä tuloskehitystä, rahtitariffit ovat nousussa ja myös positiiviset valuuttakirjaukset jatkunevat. Rcl maksoi syksyllä 2 bahtin osavuosi-osingon ja keväällä maksetaan 2 bahtia lisää. 7 % efektiivinen osinkotuotto. Odotamme tilikaudelta 2003 isompaa osinkoa. Osake on ollut lievässä nousussa, mutta on edelleen täysin väärin hinnoiteltu. Kielteistä: Singaporen dollarin arvovaihteluiden satunnainen ajoittuminen.

Yhtiö Ucom		toiminta Telekommunikaatio				salkkuosuus 20,6 %		
UCOM	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1995	374	87501	13689	38,5	9,1	9,71	41,1
NYT	2003	14,1	6134	17000	18	3,5	0,78	4,0
TAVOITE	2004/5	60	26100	20000	24	5	2,50	12,0

KOMMENTIT: Ucomin osake on laskenut odotuksiemme vastaisesti koko viime vuoden, vaikka yhtiön kehitys on lähes vastannut odotuksiamme. Ucomin tärkein bisnes on sen 42 % omistus mobiilioperaattori Dtacissa. Dtacin vuosi 2002 kului ristiriitaisessa tilanteessa. Thaimaan mobiilimarkkina kasvoi rajusti, käyttäjämäärät lisääntyivät yli 50 % viime vuoden aikana. Thaimaan molempien merkittävien operaattorien (1: AIS, 2: Dtac) bisnekset ovat kannattavia, mutta vuoden 2002 aikana viriteltiin mopoja vähän liikaakin ja hintasota yltyi huippuunsa kesällä 2002. Syksyllä operaattorit alkoivat kiinteyttämään hintatarjouksiaan ja siten on saatu asiakaskohtaiset kannattavuusluvut jälleen nousuun. Mobiilikasvu jatkunee vuoden 2003 aikana, mutta ei yhtä rajuna kuin 2002. Odotamme Dtacilta jatkuvaa myönteistä kannattavuuskehitystä vuodelta 2003. Dtacin listaus Bangkokin pörssiin (nyt vain Singaporessa) on ollut jälleen otsikoissa. Listauksen toteutus olisi myönteinen asia, koska Dtacin likviditeetti saattaisi parantua ja näemme ylipäättään Bangkokin pörssin näkymät valoisampina kuin Singaporen. Ucomin omat suorat bisnesalueet kehittyivät melko odotetusti vuoden 2002 aikana: laajakaista palvelut yrityksille, turnkey projektit ja kännyköiden kaupinta. Viime aikoina on saatu viitteitä, että thaimaan hallitus on etenemässä toimilupamaksukäytäntöjen muuttamisessa. Kaikissa vaihtoehtoiset ratkaisut olisivat myönteisiä muutoksia telesektorille. Kielteistä Ucom palanee osingonmaksajaksi vasta 2005, johtuen vuodelta 1999 taseeseen syntyneistä tappioista.

Yhtiö Thai Storage Battery		toiminta Akkutehdas				salkkuosuus 7,7 %		
BAT-3K	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1996	84	1680	1113	36	6	2,3	14
NYT	2003	40	800	1800	54	8,5	0,74	4,7
TAVOITE	2004/5	80	1600	2000	64	9	1,25	8,9

KOMMENTIT: Autojen akkutehdas. Suurin osa myynnistä omalla tuotemerkillä BAT-3k ja viennin osuus myynnistä yli 50 %. Vientiä lähinnä Aasiaan ja lähi-itään. Vuoden 2002 nettotulos toteutui yli odotustemme johtuen erinomaisesta Q4:sta. BAT-3K:n markkina-alueista johtuen uskomme sen vientimyynnin sujuvan myös jatkossa hyvin. Thaimaan kotimarkkinoilla on aika-ajoin ollut hintapaineita kilpailun myötä. Erästä kotimaista kilpailijaa on tarjottu BAT-3K:n ostettavaksi, mutta johtuen sen heikosta kannattavuudesta yrityskaupasta on pitäydtytty. BAT-3K:n tase on kehittynyt suotuisasti ja BAT-3K:llä olisi yhä varaa korottaa osingonmaksua. Vuodelta 2001 osinko oli melko alhainen 1,50 bahtia. Nyt osinko nousee ja on 2,25 bahtia vuodelta 2002. Kielteistä: Osake noustuaan 20-30 tasolta 40 tasolla on menettänyt suhteellista atraktiivisuuttaan.

Yhtiö **Pranda Jewelry**toiminta **Koruteollisuus**salkkuosuus **6,8 %**

PRANDA	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1990	476	6473	1155	111	19	4,3	25
NYT	2003	5,05	1010	2400	7	1,9	0,72	2,7
TAVOITE	2004/5	12	2400	2700	8	1,5	1,50	8,0

KOMMENTIT: Jalometallikorujen tuotanto. Vientiin lähes koko tuotanto. Valuuttakurssien heilahteluista huolimatta yhtiö kyennyt pitämään vuosittain noin 40 % käyttökattotason. Tase ryvettyi Aasian kriisissä ja saneeraus tehty. Vuodesta 2002 lähtien Pranda on pystynyt keskittymään uuden liiketoiminnan kehittämiseen. Avaamassa mm uutta bisnestä Kiinan markkinoille. Kirjasi hyvän operatiivisen tuloksen lisäksi vuodelta 2002 rahoituksen uudelleenjärjestelyistä johtuen korkokuluja takaisinpäin. Tulos vuodelta 2002 oli odotuksiammekin isompi. Osinko oli odotustemme mukainen 0,50 bahtia. Kieleistä: Warrantit tulevat aikanaan laimentamaan omistusta reippaasti

Yhtiö **Patkol**toiminta **Konepaja**salkkuosuus **6,2 %**

PATKOL	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1993	135	1431	665	35	7	3,9	19
NYT	2003	38	403	1800	36	9	1,06	4,2
TAVOITE	2004/5	80	848	2000	50	12	1,60	6,7

KOMMENTIT: Kylmälaitteisiin erikoistunut konepaja. Tuotteita mm jääkoneet, supermarkettien kylmälaitteet ja meijerien säilytystankit. Patkol tekee myös turnkey projekteja mm tonnikalan tuotantolaitos, meijeri etc. Yksi viime vuoden projekteista oli Heinekenin panimon tankit Bangkokin lähistölle. Suosittelemme lämpimästi thaimaaseen matkaajille juomaksi Heinekenin olutta, niin saadaan paineita Heinekenin lisäkapasiteetin rakentamiselle. Patkolin toimitusjohtaja on yhtiön omistavan perheen jäsen, Khun Piya. Hän palasi perheen pyynnöstä Aasian kriisin jälkeen yhtiön ruoriin ja on saanut Patkolin liikevaihdon ja kannattavuuden kasvuun. Viime vuoden aikana Patkolin velkasaneerausohjelma saatiin päätettyä ennenaikaisesti ja yhtiö uudelleenrahoituksen yhteydessä pääsee kirjaamaan osan jo kirjatusta korkokuluista takaisin, noin 26 mill bahtia, ajoitus Q1/2003. Tehdyille rahoitusratkaisulle oli vaihtoehtona myös osakeanti. Olemme tyytyväisiä, että ulkoinen rahoitusratkaisu toteutui ja osakkuudet jäivät laimentumatta. Yhtiö palaa osingonmaksajaksi tilikaudelta 2002, mutta osinko jäi vielä pienehköksi 2 bahtia. Kieleistä: Markettien kylmäallastuotannossa on ollut kannattavuusongelmia v 2002 ja EPS olisi yli 10 bahtia ilman näitä ongelmia.

Yhtiö **Thai Film industries**toiminta **pakkausteollisuus**salkkuosuus **8,0 %**

TFI	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	2002	7,8	5700	4500	18	2	1,68	15
NYT	2003	4,26	3395	5000	3,5	1,2	1,22	3,6
TAVOITE	2004/5	7	5579	5500	5	1,6	1,40	4,4

KOMMENTIT: Yhtiö valmistaa foliopakkauksia. Esim Magnum jäätelön kääre. Foliolla hyvä kasvava kysyntä ja parempien laatuojen tuottaminen teknisesti vaativaa. Sekä tuotantomäärät että hinnat nousussa. Yhtiötä riepotellut skandaali, missä TFI:n pääomistaja ohjasi yhtiön varoja 2005 starttaavan kuparijalostamon investointeihin. Sijoitus sinänsä vaikuttaa hyvältä, mutta pienomistajat hermostuivat, kun täysin eri toimiala. Pääomistajalla perinteisesti hyvä touch kannattaviin bisneksiin ja TFI mitä ilmeisimmin hyötyy myös tuosta tehdystä investoinnista. Viime vuoden tulosta häiritsi kertapoistot taseesta ja vuonna 2003 TFI:n tulos tulee hyvin esiin ja odotettavissa vuodelta 2003 hyvä tulos ja keväällä 2004 muikea osinko, yield yli 10 %. Skandaalin tuoksinassa ryhdytty ostamaan osaketta 3,20-3,40 tasoilla. Osake nousut kivasti ostojemme jälkeen. Kieleistä: Folion hintaheilahtelut ja tuon syklin ajoittumisen oikeinarviointi.

Yhtiö **Shinawatra Commun** toiminta **Teleala** salkkuosuus **5,9 %**

SHIN	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1994	776	107553	7800	39	11,5	20	67
NYT	2003	13,9	40866	14000	8,5	1,7	1,64	8,2
TAVOITE	2004/5	22	64680	16000	12	2	1,83	11,0

KOMMENTIT: Mobiilioperaattori AISin ja Satelliittiyhtiö Sattelin holdingyhtiö. Kommunikaatio-osakkeiden markkina-arvot alhaalla. Nykyisten alhaisten markkina-arvojen perusteella Shinin osakekohtainen tasearvo olisi noin 17 bahtia. Hyvää vipua ylöspäin. Siisti tase ja erinomaisesti hoidettu yhtiö. Yllättäin palasi osingonmaksajaksi ja osinko vuodelta 2002 on 0,50 bahtia. Kielteistä: Rajallinen nousupotentiaali ja yhteys telealan yleiseen arvostukseen.

Yhtiö **Svoa** toiminta **IT/PC kauppa** salkkuosuus **4,9 %**

SVOA	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1996	41	1309	3000	45	4,5	0,9	9
NYT	2003	9,3	465	5000	14	1,3	0,66	7,2
TAVOITE	2004/5	22	1100	6000	16	2,5	1,38	8,8

KOMMENTIT: Svoalla valtionhallinnon tietoliikenne projekteja sekä pankkien datahallinnassa hyviä ylläpitosopimuksia. Yhtiön liikevaihto ja tulos paranemassa vauhdilla, tosin vuoden 2002 tulos parani vähemmän kuin odotimme, mutta osinkopäätös oli odotuksiamme myönteisempi. Svoa on aikeissa kevään 2003 aikana listauttaa konserniyhtiönsä IT-Cityn, mikä on IT/PC-alan vähittäiskauppaketju. IT-Citylle haetaan nopeampaa kasvua listautumisen myötä. Svoa osakeannin yhteydessä rahastaa hieman omaa omistustaan IT-Cityssä, vaikkakin pääsyy listaukseen on hankkia markkinoilta uutta rahaa IT-Cityn liiketoiminnan laajennuksiin. IT-Cityn listaus siirtyi Irakin tilantanteen takia Q1/2003:lta seuraavalle vuosineljännekselle. Svoalta hyvä osinkopäätös 0,75 bahtia vuodelta 2002. Kielteistä: Diilailussa valtionhallinnon kanssa omat rasitteensa.

Yhtiö **CVD Entertainment** toiminta **Viihde** salkkuosuus **6,2 %**

CVD	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1996	107	2140	801	150	1,67	0,71	64
NYT	2003	17,1	616	1100	19	0,72	0,90	23,8
TAVOITE	2004/5	35	1260	1200	22	2,5	1,59	14,0

KOMMENTIT: Yhtiö edustaa Thaimaassa suuria Hollywoodin elokuvayhtiöitä ja levittää elokuvia videokauppoihin ja vuokraamoihin. Viihdesektori on Thaimaassa nopeasti kasvava bisnesalue ja sen toimialan yhtiöt saavat pörssissä helpostikin kovat arvostukset. CVD:n ongelmana ollut tappiollinen vhs-nauhatehdas, joka paketoitiin syksyllä ja se on täysin poistettu taseesta vuoden 2002 aikana. Yhtiö tulee tekemään vuoden 2003 aikana 2-3 bahtia tulosta/osake ja se ryhtyy jälleen maksamaan osinkoja. Yhtiö on täysin velaton ja osinko saattaa myös yllättää minimissään pitäisi irrota 1 baht/osake. Ryhdyimme ostamaan 7-8 bahtin tasoilla ja yritämme lisätä aina sopivina hetkinä. Osake lähti hieman ennenaikojaan nousemaan häiriten ostojamme. Kielteistä: Liikevaihdon kasvu jää vähäiseksi 2003, koska hoitaa ensisijaisesti tuloksensa kuntoon.

Yhtiö **Thai Pineapple** toiminta **Hedelmätuotteet** salkkuosuus **4,8 %**

TIPCO	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1990	284	4260	1045	18,2	5,9	15,6	48

NYT	2003	22,9	802	2400	16	8	1,43	2,9
TAVOITE	2004/5	50	1750	2600	20	10	2,50	5,0

KOMMENTIT: Ananaksia maailmalle ja hedelmämeuhujen tuotantoa. Tipco lanseerannut jatkuvasti uusia tuotteita, viimeisin lanseeraus "Green tea". Yhtiö teki hyvän tuloksen vuodelta 2002. Osake on noussut kivasti ja olemme kotiuttaneet voittoja siitä. Tipco omistaa asfalttifirma Tascosta 25 % ja tuon omistuksen markkina-arvo nyt n 650 mill baht. Tascon osake lähivuosina pikemmin nousussa kuin laskussa ja omistuserä Tascosta antaa hyvän puskurin Tipcon arvostukselle. Hyvä toimitusjohtaja, jolla jalat maassa, mutta silti selkeät kasvutavoitteet. Yhtiön johdolle tehtiin osakeoptio-ohjelma vuonna 2002. Tipco palaa osingonmaksajaksi, antamalla osingon ilmaisina osakkeina, jokaista 10 osaketta vastaan yksi ilmainen, vero-osuuden yhtiö maksaa rahana. Myönteinen yllätys. Kielteistä: Ananas hedelmän alhainen markkina-hinta.

Yhtiö Inoue Rubber		toiminta Autoteollisuus					salkkuosuus 4,5 %		
IRC	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E	
HIGH	1994	240	2400	1600	18	8,5	13,3	28	
NYT	2003	58,5	1170	2400	35	8	1,67	7,3	
TAVOITE	2004/5	80	1600	3500	50	10	1,60	8,0	

KOMMENTIT: Moottoripyörien renkaat ja autojen kumiset pienosat. Thaimaan Rayongin alueen autojen kokoonpanoteollisuus on vahvassa kasvussa ja autojen tuotantovolyymit kasvavat lähivuodet jo päätettyjen/aloitettujen investointien ansiosta. Irc hyötty tuosta volyymikasvusta ja toimittaa teollisuudelle pienosia, joita tulee kymmenittäin eri puolille autoa, rakenteiden väleihin etc. Irc:llä on tehokas, kilpailukykyinen tuotanto ja hyvä ymmärrys asiakkaiden tarpeista. Irc on jo useamman vuoden ajan toiminut kannattavasti ja myynti ollut jatkuvassa nousussa. Parhaillaan on kuitenkin käynnissä nopeamman kasvun vaihe ja liikevaihto saattaa hyvinkin kasvaa yli 20 % v/v lähivuosien ajan. Irc:n investoinnit tuotantokapasiteetin lisäykseen ovat käynnissä, mutta niitä tehdään asteittain ja ne pystytään hoitamaan täysin tulorahoituksella. Nopeutunut liikevaihdon kasvu on tuomassa hyvin myös Irc:n tulosta ylöspäin, mikä näkyi jo osittain vuoden 2002 aikana, mutta tulee näkyviin vielä selvemmin lähimmän vuoden aikana. Yhtiön tilikausi päättyi syyskuussa ja Irc maksoi 2 bahtin osingon siltä tilikaudelta. Eliten osakeostokset tasoilla 15-34 bahtia. Osake nousut kesästä 2002 lähtien nopeasti. Olemme jatkaneet osakkeen poismyyntiä nykyisillä hintatasoilla ja siirtäneet varoja muihin kohteisiin. Kielteistä: Raaka-aineiden hinnat vaihdelleet ja niiden vaihteluiden ajoittuminen.

Yhtiö Metro Systems		toiminta IT -palvelut					salkkuosuus 3,1 %		
MSC	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E	
HIGH	1996	46,5	837	2138	32	5,4	0,9	9	
NYT	2003	15	405	4200	23	2,6	0,65	5,8	
TAVOITE	2004/5	38	1026	5400	26	3,8	1,46	10,0	

KOMMENTIT: MSC palvelee asiakkaita kokonaisvaltaisesti tiedon siirron ja hallinnan systeemi-integraation toiminnoissa. Asiakkaita lukuisat tärkeät Thai yhtiöt. MSC esim hoitaa 7-eleven kauppojen tietohallinnan koko Thaimaan toimintojen osalta. MSC:n tulos heikkeni Aasian kriisin aikana. Nyt paikallinen pirteä taloustilanne vie myyntiä ja kannattavuutta ylöspäin. Maksaa jo vuodelta 2002 hyvän osingon 1 baht/osake ja osingon pitäisi nousta vuonna 2003. Kielteistä: Yhtiön toimitiloihin olisi voitu investoida hieman kevyemmin, esim jättimäisten plasmatelevisiönäyttöjen koko ja lukumäärä hieman häiritsee suomalaista nuukaa analytiikkaa.

Liikevaihto = x 1.000.000 bahtia
 BVS = Osakekohtainen tasearvo
 EPS = Osakekohtainen tulos
 P/BV = Osakekohtaisen kirja-arvon kerroin
 P/E = Osakkeen hinta suhteessa tulokseen
 1 Baht = n. 0,13 fim (noin 0,023 euroa)

