

Hyvä Asiakas

SIIJOITAJAKIRJE 3/2003

Thaimaan pörssi on noussut vuoden alusta lähtien + 60 %. Erikoissijoitusrahasto Eliten osuuden arvo on noussut vuoden alusta lähtien + 90 %. Lukemat pohdituttavat, onko Thaimaan nousupotentiaali jo syöty? Kannattaisikohan Thaimaan tuotoilla siirtyä ostamaan suomalaisia pörssiosakkeita? Hieman pitempi katsaus eri pörssien tuottolukuihin taaksepäin antaa oikeamman kuvan nykytilanteesta: 10 vuodessa: Thaimaan SET - 44 %, USA:n DJ + 182 %, Suomen Hex +380 %.

Thaimaan talous on vuodesta 1998 lähtien ollut Aasian kriisin jälkeisessä tervehtymissyklissä. Thaimaan osakemarkkinat eivät ole täysin korreloineet parantunutta taloustilannetta, johtuen ulkoisista epävarmuuksista, kuten: New Yorkin terroristi-isku, Afganistanin ja Irakin sodat ja SARS epidemia. Thaimaan pörssi on todennäköisesti pitkässä lamanjälkeisessä nousutrendissä. Pörssikehitystä stimuloi Thaimaan vahva talouskehitys ja koko Kaakkois-Aasian alueen pirteä kysyntätilanne. Thaimaan finanssiarvostuksilla on vielä hyvin nousuvaraa, jotta syntyneet arvostuserot muihin pörssimarkkinoihin nähden saataisiin kavennettua.

Thaimaan talous (BKT) on noin 6 % kasvuvauhdissa. Teollisuustuotanto kasvoi ensimmäisen vuosineljänneksen aikana + 11,2 % ja toisen neljänneksen aikana + 11,0 %. Vienti on kasvanut noin + 12 % ja viennin kasvuun ei ole tarvittu vetoapua Euroopasta tai USA:sta, vaan ASEAN oma markkina-alue on toiminut kulutuksen veturina. Thaimaan likviditeettitilanne on hyvä ja vaihtotase selkeästi ylijäämäinen. Myös valuutta, Thaimaan baht on viime aikoina ollut vahvistumissyklissä, jota tosin Thaimaan keskuspankki on hidastanut dollariostoin pitääkseen valuuttakurssien kehityksen tasaisena.

Olen juuri palannut Thaimaasta yrityskäynneiltä, joita tein 30 kpl kuluneiden 4 viikon aikana. Käynneistä 10 kpl suuntautui vanhoihin tuttuihin yrityksiin ja 20 kpl uusiin kohteisiin, joita sihtasimme analyysien läpi kesän aikana. Käynnit olivat antoisia ja olemme jo päätyneet ostamaan Eliten salkkuun kolmea uutta yritystä, jotka ovat sekakonserni Loxley, Rakennusliike Nawarat ja kodin sisustuskauppakettu Home Pro. Lisäksi keräämme erään vakuutusyhtiön osakkeita, jonka osalta ostojen toteutus kestää joitakin viikkoja. Uusille valinnoillemme on piirteitä, että kohdeyritykset hyötyvät thaimaan vahvasta kotimarkkinatilanteesta, tosin osassa yrityksiä on myös erikoistilanteita päällä, minkä vuoksi ajoitimme niiden ostot tähän syksyyn. Olemme kotiuttaneet hyvät tuotot myymällä pois kokonaan Hedelmäfirma Tipcon ja kumialanyritys Irc:n. Lisäksi myimme pois pienellä voitolla Ucomin, jossa epävarmuudet lähiajan bisneskehityksestä saivat aikaan luopumispäätöksen. Akkufirma Bat-3k ja konepaja Patkol ovat myös kolkutelleet tavoitehintojamme ja olemme niistä kotiuttaneet voittoja jossakin määrin. Kesän aikana olemme uudelleen ryhtyneet terminoimaan euro/usd valuuttakurssia suojataksemme salkkuamme dollarin lisäheikentymisriskin vuoksi.

Seuraava Erikoissijoitusrahasto Eliten merkintäaika on 30.09.2003 !

Ystävällisesti

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO ELITE

Petri Deryng
salkunhoitaja

Utuihin taulukko kuvaa Thaimaan uusien työpaikkojen määrää, joista tuorein lukema marraskuulta 2002, jolloin työpaikkoja tuli lisää 84 000 kpl (+ 84 % v/v). Tammi-syyskuun aikana Thaimaan työpaikat ovat lisääntyneet 909 000 kpl:lla ja niistä 408 000 teollisuuteen. Uudet työpaikat antavat myönteisen indikaation kotimaisen kysyntätilanteen säilymiselle hyvänä.

Siihen loppuivat hyvät uutiset ja nyt huonoihin. Riski dollarin yliarvostuksesta on käymässä toteen. Arvostuksen purkautumisen nopeus on yllättänyt. Kesästä 2001 lähtien terminoimme euron ja usd välistä kurssia ja menestyksellisesti torjuimme dollarin heikentymisen haitan 0,84 tasolta tasolle 0,98 syksyyn 2002 saakka (-17 %). Hankimme syksyn aikana uudeksi yhteistyöpankiksi Nordean, kun Handelsbanken ei enää tarjonnut valuuttaterminointi palvelujaan. Pankin vaihdoksen aikana pidimme termiinipositiotamme auki ja jäimme odottamaan sopivaa uutta hetkeä valuuttojen kiinnittämiseksi. Odottaessamme alkoi dollarin nopea luisu ja viimeisen kahden kuukauden aikana dollarin arvo on heikentynyt merkittävästi (- 10 %) Tämä dollarin lasku on haitannut Erikoissijoitusrahasto Eliten viime aikojen tuottokehitystä, koska samaan aikaan Thaimaan baht on vahvistunut olennaisesti hitaammin kuin euro dollariin nähden. Saatamme edelleen terminoida euro/usd kurssivälin, jos taso ja hetki on meille sopiva. On myös täysin mahdollista, että Thaimaan baht lähtee asteittain vahvistumaan euroa nopeammin, jolloin nyt kärsimämme valuuttahaitta poistuisi luonnollisesti ajan kanssa. (ennen Aasian kriisiä euro/baht 30, fundamentaalisesti perusteltu taso 35-40, nyt 46)

Rauhallisin mielin tervehtien

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO ELITE

Petri Deryng
salkunhoitaja

Eliten osuuden arvo on kolminkertaistunut 4,5 vuodessa (alkuarvo v 1999: 10 euroa, nyt 34 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 44 % alhaisemmalla tasolla kuin 10 vuotta sitten ja nousupotentiaalia on vielä paljon Thaimaan talouden normalisoituessa. Tässä esimerkkejä muutamien pörssi-indeksien kehitysluvuista:

	1993	2003 (syys)	muutos
Thaimaa (SET)	1000	560	- 44 %
Suomi (HEX)	1200	5 800	+ 380 %
USA (DJ)	3400	9 600	+ 182 %

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 kriisin 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 54 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 lupaava, BKT:n kasvu + 6 %, vientivolyymit nousussa ja kotimaan kysyntätilanne hyvä. Kaakkoisaasian teollisuustuotannot ovat kasvussa ja kauppa ASEAN alueella on merkittävä talouden kasvua ylläpitävä voima, joka parhaillaan voimistuu Euroopan ja USA:n heikoista tilanteista huolimatta. Thaimaan osakkeiden hinnannousua ovat pidätelleet Aasian kriisin jälkeisinä vuosina lähinnä ulkoiset uhat kuten Afganistanin ja Irakin sota, sars ja korkea öljyn hinta. Thaimaan pörssin markkina-arvo on nyt noin 52 % 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 110-120 % eli pörssiosakkeiden kokonaismarkkina-arvo on jonkin verran suurempi kuin maan bkt. USA:ssa pitkän aikavälin keskiarvolukema M-cap/bkt on 70 % ja 80 % %:n välillä. Mielestämme USA:n pörssimarkkinan osakkeilla on edelleen liikaa laskupotentiaalia suhteessa pitkäaikaiseen kestävään nousupotentiaaliin. On muistettava, että yleisosakkeita kuvaava Dow Jones indeksi on nyt vain 15 % alempana 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 esim vuoden 2002 kirjauksien vaikutuksesta yhtiöiden julkistamiin tuloksiin:

USA:n eläkerahastojen 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 kolminkertaistunut sen toiminta-aikana 4,5 vuodessa (10 euroa > 34 euroa) , mutta samana aikana Thaimaan pörssi-indeksi on noussut vain + 54 % (363 > 560) . Eliten tuotto on saatu aikaan yksittäisillä onnistuneilla osakevalinnoilla ja lisänousuvaraa on paljon, kun Thaimaan pörssi hakee uusia tasoja.
- 2) Kaikki suuret osakekohtaiset tuotot on näiden vuosien aikana kotiutettu mm gfpt, Gss Array, Lanna, Banpu, Ssi, Tipco ja Irc. 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 kohtuullisen 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 ?

Olemme kesän aikana sitoneet kiinni dollarin ja euron välisen kurssitason kahdella erillisellä termiinisopimuksilla: tasoilla 1,15 ja 1,09. Käytännössä sitomisen jälkeen tilanteemme on seuraavanlainen: Olemme luopuneet dollarin vahvistumisen tuomista hyödystä salkkuunne, mutta emme saa haittaa dollarin heikkenemisestä. 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 salkkuunne 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. Keskeistä ei ole Euroopan ja USA:n välisen talouskasvun ero parina seuraavana vuonna, vaan riski siitä että aiempi dollarin liika vahvistuminen purkautuu riippumatta talouskasvujen eroista.

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 pitävät sijoituksissaan vain oman maansa osakkeissa. Emme koe maariskiä haitaksi, kun pyrimme aina ennen sijoittamaan ryhtymistä valitsemaan 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 kolme vuotta 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 (18.09)
Nokia	3053	672	0,22	2,21	30000	66 284
Stora-Enso	1724	403	0,23	0,79	12800	10 067
Finnlines	245	37	0,15	0,75	690	519
Instrumentarium	289	134	0,46	1,54	1130	1 744
Rautaruukki	1093	257	0,24	0,25	2850	718
Outokumpu	2542	420	0,17	0,32	5560	1 788
Finnair	916	78	0,09	0,25	1640	415
Nordea	2743	281	0,10	2,59	5600	14 523
UPM	2286	840	0,37	0,78	10500	8 246
Tietoenator	124	25	0,20	1,20	1300	1 558
Raisio	515	70	0,14	0,22	840	184
Huhtamäki	1075	537	0,50	0,42	2250	940
Kone	1895	403	0,21	0,55	5200	2 843
Orion	622	453	0,73	0,68	1630	1 115
Sampo	388	166	0,43	1,40	2877	4 043
Wsoy	108	100	0,93	0,85	2360	2 003
Kesko	4477	553	0,12	0,20	6500	1 275
Tamfelt	70	42	0,60	1,67	126	211
Amer	1176	235	0,20	0,66	1100	722
TeliaSonera				2,04	8809	18 000
Elisa				0,73	1563	1 138
Elcoteq				0,20	1862	381
F-Secure				3,87	38	147
Comptel				4,47	49	219
Keski-arvo			0,31	1,19		

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: 0,25, 0,42 ja 0,22.

Metsäyhtiöt ovat hinnakkaita arvostuksilla 0,79 ja 0,78 (Enso ja UPM), vaikkakin tuntuvat vähemmän syklisiltä nykyään. Tamfelt, Tietoenator, Nokia ja Instrumentarium saavat vaativat arvostustasot ja niiden on pysyttävä hyvässä tulokunnossa. Mukana 5 uutta yhtiötä, joita ei ollut listoilla v 1992, ilman näitä yhtiöitä M-cap/sales keskiarvolukema olisi saanut hieman alemman lukeman syyskuussa 2003: 0,91

Entäs USA siellähän on tultu markkinoilla roimasti alaspäin ?

Osakkeet eivät ole halpoja ja talouden nousuvauhti sekä nousun kestävyys epäselvä. Sentimenttitekijät saattavat pitää markkinat nousussa melko pitkäänkin, 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, syys (e)	24	1.5 %	5.50	1.20

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 noustu 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 talousnäkymiin tulee arvaamattomia muutoksia.

Saako Elitestäkin vain 10 % arvonnousua vuosittain ?

01.02.1999 Eliten rahasto-osuuden aloitusarvo oli 10 euroa, nyt runsaat 4,5 vuotta myöhemmin se on 34 euroa, eli arvonnousua on 240 %. Erikoissijoitusrahastollemme on tyypillistä, että haemme keskimääräistä parempia tuottoja tavallisia osakerahastoja suuremmilla yrityskohtaisilla painotuksilla ja pitäisimme 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 **15,3 %**

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	113	7232	13000	100	16	1,13	7,1
TAVOITE	2004/5	150	9600	14000	120	20	1,25	7,5

KOMMENTIT: Rcl kirjasi 8 %:n volyymikasvun tammi-kesäkuussa 2003. Rcl:n kapasiteetin lisäspanostukset yhteyksiin Kiinan ja Intian satamiin ja näiden reittien rahat ovat lisääntyneet mukavasti. RCL operoi tällä hetkellä 33 aluksen voimin syöttöliikennettä Kaakkois-Aasian alueella. Alkuvuoden liikevaihto oli 6500 mil bahtia ja tulos ok, mutta olisi voinut olla parempikin. Rahtitariffien hinnannousut siirtyvät pehmeämmin konttiliikenteen hintoihin, kuin erilliskeikkojen hinnoitteluun.

Samaan aikaan vuokrattujen alusten vuokrahinnat ovat nousseet kohisten ja tällä on ollut negatiivinen vaikutus RCL:n tulokseen. H1 EPS oli noin 6 bahtia, ilman satunnaisia valuuttatappiokirjauksia normalisoitu EPS oli 8 bahtia. Yllättäin RCL päätyi olemaan maksamatta osinkoa ekalta puoliskolta, mutta päätti sen sijaan osakkeen splittauksesta 10/1 osaan ja osake alkaa treidaamaan 18.09 uudella arvolla noin 11,3 bahtia. Osake on noussut hyvin viimeisen 4 kk aikana ja lähestynyt tavoitehintaamme 150 bahtia. Olemme jonkin verran myyneet pois ja ostaneet osaketta takaisin sopivin hetkin. **Kielteistä:** Singaporen dollarin arvonnvaihteluiden satunnainen ajoittuminen. Mahdolliset pienet lisälaskirjaukset vielä Singaporen ja Hongkongin kiinteistöistä

Yhtiö **Loxley** toiminta **Konserni** salkkuosuus **11,4 %**

LOXLEY	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1995	526	21040	7389	68	9,7	7,7	54
NYT	2003	35,75	7150	12000	22	4	1,63	8,9
TAVOITE	2004/5	60	12000	14000	25	5	2,40	12,0

KOMMENTIT: Loxley on uusi yhtiö salkussamme. Loxleyn bisnesalueet ovat moninaiset, mutta yhteistä niille on, että Loxley hyötyy monilla saroilla Thaimaan hyvästä yleiskehityksestä. Yhtiö on mukana rakennusmateriaaleissa, kemikaaleissa, ruokaöljyissä, IT-alan tuotteissa etc. Yhtiöllä on hyvät edustukset viestinnän laitevalmistajien kanssa ja tekee hyvää bisnestä mm kun Thaimaan radio ja tv-verkkoja digitalisoidaan parhaillaan. Yhtiö on tällä hetkellä kohtuullisesta hinnoiteltu ja yhtiö on palaamassa osingonmaksajaksi vuodelta 2003. Uskomme tämän vaikuttavan arvostuksen nousuun seuraavan 12 kk aikana. Yhtiö on juuri yrityslainoin saamassa rahoituskulujaan alaspäin entisestään. Loxley on ostanut muutama vuosi sitten toimitalonsa itselleen ja sen kirja-arvo on selvästi alle tasearvon, samantyyppisiä piileviä arvoja on myös joissain Loxleyn osakkuusyhtiöissä, joiden omistuksia heti laman jälkeen jouduttiin kirjaamaan rajusti alaspäin.

Kielteistä: Bisneksien runsaus ja toimialojen erilaisuus.

Yhtiö **CVD Entertainment** toiminta **Viihde** salkkuosuus **11,2 %**

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	26,75	963	1200	21	3	1,27	8,9
TAVOITE	2004/5	42	1512	1300	25	3,5	1,68	12,0

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 helposti kovat arvostukset. CVD:n ongelmana ollut tappiollinen vhs-nauhatehdas, joka paketoitiin syksyllä ja 2002 se on täysin poistettu taseesta vuoden 2002 aikana. Yhtiö teki alkuvuoden 2003 aikana 2 bahtia tulosta/osake, tosin osa siitä tuli alaskirjatun tehtaan laitteiden myynnistä. Yhtiö on täysin velaton. Yhtiö yllätti ja maksoi 1,50 bahtin suuruisen puolivuosisiisngon. Osake tullut hyvin ylöspäin. Olemme nostaneet oman tavoitehintaamme sille 32 bahtista 42 bahtiin. **Kielteistä:** Liikevaihdon kasvu jää vähäiseksi 2003, koska hoitaa ensisijaisesti tuloksensa kuntoon.

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	18,6	930	4200	15	1,8	1,24	10,3
TAVOITE	2004/5	25	1250	5000	18	2,5	1,39	10,0

KOMMENTIT: Svoalla on valtionhallinnon tietoliikenne projekteja sekä pankkien datahallinnassa hyviä ylläpitösopimuksia. Yhtiön liikevaihto ja tulos paranemassa vauhdilla, tosin vuoden 2002 tulos parani vähemmän kuin odotimme, mutta osinkopäätös oli odotuksiamme myönteisempi. Svoa on listauttanut kesän 2003 aikana konserniyhtiönsä IT-Cityn, mikä on IT/PC-alan vähittäiskauppaketju. IT-Citylle haetaan nopeampaa kasvua listautumisen myötä. Svoan osuus IT Citystä listauksen jälkeen 42 % ja pysyvä omistus 35 %, eli Svoan myyntiportfolioissa 7 % IT-Cityn osakkeista. IT-Cityn listaus onnistui hyvin ja osake on noussut ja niistä tulee piilevää arvoa Svoan taseeseen. Myös Svoan osake noussut hyvin. Osinko vuodelta 2003 pitäisi olla vähintään 1 baht/osake (2002 oli 0,75). **Kielteistä:** Diilailussa valtionhallinnon kanssa omat rasitteensa.

Yhtiö **Pranda Jewelry** toiminta **Koruteollisuus** salkkuosuus **8,5 %**

PRANDA	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1990	476	6473	1155	111	19	4,3	25
NYT	2003	7,5	1688	2400	8	1,4	0,94	5,4
TAVOITE	2004/5	12	2400	2700	9	1,5	1,33	8,0

KOMMENTIT: Jalometallikorujen tuotanto. Lähes koko tuotanto menee vientiin. Valuuttakurssien heilahteluista huolimatta yhtiö on kyennyt pitämään vuosittain noin 40 % käyttökattotason. Tase ryvettyi Aasian kriisissä ja saneeraus on tehty. Vuodesta 2002 lähtien Pranda on pystynyt keskittymään uuden liiketoiminnan kehittämiseen. Avaamassa mm uutta bisnestä Kiinan markkinoille. Alkuvuoden tulos odotusten mukainen, 6 kk:n EPS oli 0,60. Maksoi 30- vuotisjuhlaosingon ekalta puoliskolta 0,30 bahtia. Odotamme, että koko vuoden osinko tulee olemaan vähintään 0,60 bahtia. **Kielteistä:** Warrantit laimentavat omistusta aikanaan.

Osinko oli odotustemme mukainen 0,50 bahtia Kielteistä: Warrantit tulevat aikanaan laimentamaan omistusta reippaasti

Yhtiö **Shinawatra Commun** toiminta **Teleala** salkkuosuus **8,2 %**

SHIN	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1994	776	107553	7800	39	11,5	20	67
NYT	2003	23	67620	14000	10,5	3	2,19	7,7
TAVOITE	2004/5	32	94080	16000	14	3	2,29	10,7

KOMMENTIT: Mobiilioperaattori AISin ja Satelliittiyhtiö Sattelin holdingyhtiö. Kommunikaatio-osakkeiden markkina-arvot alhaalla. Nykyisten alhaisten markkina-arvojen perusteella Shinin osakekohtainen tasearvo olisi noin 24 bahtia. Siisti tase ja erinomaisesti hoidettu yhtiö. Yllättäin palasi osingonmaksajaksi ja osinko vuodelta 2002 on 0,50 bahtia. Alkuvuoden tulos oli erinomainen noin 2 bahtia/osake. Yhtiö yllätti uudestaan ja maksoi 6 kk osingon 0,75 bahtia. Maksanee hyvän osingon myös koko vuodelta 2003. Olemme nostaneet tavoitehintaamme osinkojen ja AIS:n hyvän kehityksen myötä **Kielteistä:** Rajallinen nousupotentiaali ja yhteys telealan yleiseen arvostukseen.

Yhtiö **Home Pro** toiminta **Sisustuskauppa** salkkuosuus **6,7 %**

HMPRO	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	2003	4,2	3162	4699	1,6	0,18	15,6	48
NYT	2003	3,86	2907	6500	1,6	0,3	2,41	12,9
TAVOITE	2004/5	6	4518	10000	2,2	0,5	2,73	12,0

KOMMENTIT: Thaimaan Home Depot, mutta hieman kevyemmällä konseptilla, eli enempi tuotteita huoneistojen rakentajille/sisustajille kuin talonrakentajille. Home Prolla on hyvä konsepti ja myynti on nopeassa kasvussa myynnin lisääntymisen ja uusien liikkeiden myötä. Thaimaan asuntobuumi tukee kysyntää. Liikkeiden lukumäärän lisääntyessä kannattavuus lähdössä myös selkeään kasvuun. Huhuja, että yksi pääomistajista kiinteistöalan yritys saattaisi haluta isomman määräysvallan Home Pro:sta. Uusi kohde salkussamme ja yhtiökin ollut pörssissä vasta 1,5 vuotta, mutta osake polkenut paikoillaan tai alamässä listautumisen jälkeen. Mielestämme yhtiön kasvu on tulossa juuri nyt hyvin esiin. **Kielteistä:** Tulos vielä keho liikevaihtoon nähden.

Yhtiö **Nawarat Patanakarn** toiminta **Rakennusteollisuus** salkkuosuus **6,5 %**

NWR	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1995	119	5950	2783	12,6	4,2	1,7	15
NYT	2003	8,25	1502	2500	2,5	0,5	3,30	16,5

KOMMENTIT: Mm. Siltarakentamiseen erikoistunut rakennusfirma/insinööritoimisto. Seuraavan 4 kk aikana kaikki vanhat taserasitteet pitäisi selvittää, kirjauksia tehty aiemmin, mutta osassa vireillä oikeuscaset. Myös Burmaan rakennettu hotellihanke sylissä, mutta yhtiö saattaa päästä siitä eroon kertakaupalla. Hanke on alaskirjattu jo aiemmin. Vuonna 2004 tulee esiin normaali hyvä toiminta ja yhtiö kasvaneen rakennushankkeilla melko mukavasti 2-3 vuoden aikana. Yhtiöllä taseessa isot tappiot aiemmilta vuosilta poiskirjauksista, mutta yhtiö alentaneen osakkeiden nimellisarvoa ja kuittaa vanhat tappiot taseesta sitä vasten, jolloin yhtiö voi alkaa maksamaan osinkoja jo ensi vuonna tuloksestaan. **Kielteistä:** Oikeusjuttujen lopputulema epäselvä

Yhtiö Thai Storage Battery		toiminta Akkutehdas					salkkuosuus 5,1 %		
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	78	1560	1800	54	8,5	1,44	9,2	
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. Alkuvuosi 2003 odotustemme mukaisesti. Osake nousut tavoitehintaamme 80 bahtia, ja olemme jo myyneet puolet pois näillä tasoilla. Jatkamme myyntejä. **Kielteistä:** Noustuaan 20-30 tasolta 80 tasolle osake ei enää kiehtova arvostukseltaan.

Yhtiö Patkol		toiminta Konepaja					salkkuosuus 4,8 %		
PATKOL	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E	
HIGH	1993	135	1431	665	35	7	3,9	19	
NYT	2003	76	806	2000	46	12	1,65	6,3	
TAVOITE	2004/5	120	1272	2300	50	12	2,40	10,0	

KOMMENTIT: Kylmälaitteisiin erikoistunut konepaja. Tuotteita mm jääkoneet, supermarketien kylmäaltaat ja meijerien säilytystankit. Mielenkiintoinen uusi pieni jääkone ravintolakäyttöön juuri lanseerausvaiheessa. Viime vuoden aikana Patkolin velkasaneerausohjelma saatiin päätettyä ennenaikaisesti ja uudelleenrahoituksen yhteydessä yhtiö pääsi kirjaamaan osan jo kirjatuista korkokuluista takaisin, noin 26 mill bahtia Q1/2003 aikana. Yhtiön tulos 6 kk/2003 oli odotustemme mukainen ja yhtiö ylittää vuonna 2003 ensimmäistä kertaa yli 2 mrd bahtin liikevaihtoon. Yhtiö palasi osingonmaksajaksi tilikaudelta 2002, mutta osinko jäi vielä pienehköksi 2 bahtia. Osakkeen noutua 80 bahtiin myimme pois osaketta, mutta uusien tietojen myötä olemme 75 tasolla jälleen ostaneet osaketta ja nostaneet tavoitehintaamme 120 bahtiin. **Kielteistä:** Panostukset henkilöstöön nostavat kuluja etupainoisesti tuottoihin nähden.

Yhtiö Metro Systems		toiminta IT -palvelut					salkkuosuus 4,8 %		
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	23,7	640	4100	23	3	1,03	7,9	
TAVOITE	2004/5	40	1080	4500	26	4	1,54	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 plasmatelevisionäyttöjen 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)