

Hyvä Asiakas

SIJOITTAJAKIRJE 1/2002

Erikoissijoitusrahasto Eliten vuosi 2001 sujui hyvin. Eliten osuuden arvo nousi 48 % ja kohdemarkkinan, Thaimaan SET-indeksi nousi 13 %. Indeksien maltillisesta noususta on pääteltävissä, että odottamamme Thaimaan markkinan merkittävämpi tasokorjaus ylöspäin jäi vieläkin toteutumatta ja uskomme sen olevan edelleen edessäpäin.

Ohessa Erikoissijoitusrahasto Eliten vuosikatsaus toiminnastamme vuodelta 2001.

Olemme updeitanneet merkittävimpien sijoitustemme listan. Ohessa yhtiölista, josta käy ilmi, että Asfaltti-firma Tascon myynnin jälkeen olemme nostaneet selkeään ylipainoon telealan Ucomin osakkeen. Samalla olemme lisäilleet mm Tascon omistusyhtiötä Tipcoa, jonka perusbisnes on hedelmät, mutta joka on Tascon suurin osakas.

Mukaan olemme myös laatineet salkunhoitajan tenttilistan. Kysymysten ja vastausten muodossa pyrimme selkeyttämään teille sijoitusstrategiaamme ja toimintatapaamme. Toki kaikenlaiset sijoitustoimintaamme koskevat lisäkysymykset ovat tervetulleita vaikkapa e-meilitse osoitteeseen: petri.deryng@pyn.fi. PYN Rahastoyhtiön nettisivuilta www.pyn.fi. löydätte kaikki aiemmat sijoittajakirjeemme sekä mm rahastoesitteemme liitteineen.

SEURAAVIEN MERKINTÄILMOITUSTEN JÄTTÖ 21.03.2002 MENNESSÄ !

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO ELITE

Petri Deryng
salkunhoitaja
puh 050-5521090

liitteet

Eliten vuosikatsaus
Yhtiölista
Salkunhoitajan tentti

THAIMAA

Thaimaan pörssimarkkina on edelleen houkuttelevan halpa suhteessa historialliseen arvostukseen.

Hidastuva talouskasvu vuosina 1994-1996 ja talouden makroekonominen kriisi vuonna 1997 toivat asteittain maan kaikki finanssiarvot alas vuoden 1998 pohjalukemiin.

Vuodesta 1997 lähtien ylijäämäläisvaihtotaseen turvin maksettu pois ulkomaan velkaa

Viennin reipas 20 % kasvu vuonna 2000 toiminut talouden veturina.

Kohentunut likviditeettitilanne saattaa tuoda myönteisiä yllätyksiä kotimaiseen kulutuskysyntään ja pörssimarkkinoille. Ongelmaluotot ovat enää 18 % pankkiluottokannasta, pahimmillaan olivat 47 %.

Thaimaan talouskasvu on haavoittuvainen Yhdysvaltain kulutuksen laskulle, mutta vaikutukset olisivat pikemmin kasvua hillitseviä kuin käänteentekeviä. Thaimaan talous on kriisivaiheen ohitettuaan pysynyt melko hiljaisessa 4-5 % vuotuisessa talouskasvussa. Thaimaan kokonaisvienti kirjasi viime vuonna 20 % kasvun olleen 68 mrd usd. Viennin kasvu saattaa vuonna 2001 jäädä lähelle nolaa, minkä vuoksi arvioimme kokonaistalouskasvun jäävän 3-4 % luokkaan. Vaihtotaseen ylijäämä bkt:sta on lähes 10 %. Yksityinen sektori on maksanut ahkerasti velkoja pois vaihtotaseen ylijäämän turvin. Vuoden 1998 ulkomainen velka 74 mrd usd on laskenut jo tasolle 47 mrd usd mutta julkinen talous on velkaantunut lisää valtiontalouden budjettialijäämien ollessa 1-3 % luokkaa. Thaimaan ulkoisen kokonaisvelan määrä on laskenut 105 mrd usd:sta 81 mrd usd:iin. Thaimaan pankkijärjestelmän toimivuutta häirinneitä ongelmaluottoja oli vuoden vaihteessa enää 17,9 % pankkien luottokannasta, kun piikki nähtiin kesällä 1999 47 %:ssa. Korot ovat jatkaneet laskuaan, talletuskorot enää 2 % ja talletuksissa varoja 4,5 triljoonaa bahtia. Maan likviditeettitilanne on kohentunut ja M1 ja M2 rahamäärien trendeillä on ennen pitkää ollut aina selvä korrelaatio Thaimaan pörssin SET-indeksin kanssa. Teollisuustuotannon käyttöasteet ovat edelleen alhaisilla tasoilla 55-58 %. Kotimainen kokonaiskulutus kasvoi vuonna 2000 vain 3 %. Thaimaan osakemarkkina on kansainvälisissä salkuissa tällä hetkellä niin pienellä osuudella mukana, että potentiaaliset osakkeiden myyntipaineet ovat olemattomat. Järkeviä sektori- ja yrityskohtaisia valintoja toteuttamalla voi huoletta pitää näitä osakkeita, vaikkei pikavoittoja syntyisikään. Thaimaan pörssimarkkinan nousupotentiaali on suuri ja fundamentaalinen. Jos USA:n pörssiessä tapahtuisi merkittävä alaskorjaus tämän vuoden aikana, niin sillä olisi maailmanlaajuiset vaikutukset ja sektoreittain se iskisi merkittävästi myös Thaimaan pörssiin juuri toteutumishetken aikana.

USA

USA:n pörssimarkkina edelleen hyvin hinnakas suhteessa historialliseen arvostukseensa.

Korkea arvostustaso on päässyt syntymään 90 luvulla, kun vahva talouskasvu on ajanut osakkeiden hintoja ylöspäin moninkertaisesti suhteessa yritysten tulosten kasvuun.

Teknosektorin tuloksellisuus on perustunut IT-sektorin investointibuumiin, jossa suhdannehuippu ohitettiin keväällä 2000.

Dow Jones indeksi on vain 5 % alle kaikkien aikojen huipputason, vaikka USA:n talouskehitys on romahtanut.

Riskit talouskehitykselle piilevät osakkeiden lisälaskussa ja yritysten ja kotitalouksien velaksi kuluttamisessa

Jos yritysten Q1/2001 tulokset ovat pettymys, niin Nasdaqin lisäksi laskuun lähtenee myös Dow Jones, joka on vielä lähes all time high lukemissa, vaikka tunnuslukujen perustana oleva talouskasvu on jo romahtanut. Pörssikurssien mahdollinen lisälasku johtaa vääjäämättä velaksikuluttamisen päättymiseen, koska kotitalouksien osakesalkkujen laskennalliset tuotot ovat toimineet kokonaiskulutuksen takuuna. Pankkien luottohanoja on jo kiristetty ja venturekapitalistit saattavat hyvinkin pitää lompansa lähivuotuisissa omissa taskuissaan. Osakemarkkinoilla saatetaan ryhtyä keskittymään vuosien 2020 ja 2030 sijasta vuosien 2001-2005 tuotto-odotusten diskonttauksiin. Viime viikolla saatiin iso varoitus teollisuustuotannon alamäen (joka alkoi jo lokakuussa 2000) laajenemisesta palvelusektoreihin. Ostopäällikköiden palvelujen ostoindeksin (napm) lukema oli tammikuussa 50,1 %, kun odotus oli 55 % ja joulukuun lukema oli 61,1 %. Teollisuustuotannon napm oli tammikuussa 41,2 %. Kun teollisuuden ja palvelusektorin napm lukemat ovat alle 50 %, ne ennakoivat taantumaa kokonaistaloudessa. Palvelusektorin kehitys on tärkeä siten, että kulutus on 3/4 USA:n bkt:sta eli jos tehdasteollisuus yskii ja siellä kyse on vain asiakkaiden inventaariokorjauksista, niin ei ongelmia, sillä USA:n talouden kasvu voi jatkua kulutuksen kautta, jos yleinen luottamus velaksikuluttamiseen säilyy. Jenkkiyritykset ovat velkaantuneet 6 vuodessa 2,66 trilj usd 4,66 trilj usdollariin. Jenkkikotitaloudet velkaantuneet 6 vuodessa 4,4 trilj usd 7 trilj usdollariin. USA:n vaihtotaseen vaje on -114 mrd usd/vuosineljännes. Ulkomaisella sijoitusvirralla 38 mrd usd/kk on viime vuodet vahvistuvan dollarin turvin rahoitettu tuo vaje. Dr Greenspan ja mm Nordean ekonomistit ovat toiveikkaita ja uskovat meneillään olevan lähinnä inventaariokorjauksen. USA:n osakkeiden ja dollarin nykyisillä hintasoilla ei ole syytä lähteä kokeilemaan, purkautuuko tilanne vai paheneeko se. Vuonna 2000 USA:n pörssimarkkinoilla saattoi alkaa useita vuosia kestävä aaltoileva osakekurssien heikon kehityksen kausi.

Eliten arvo on noussut 45 % vuodessa eikä se ole nyt tosi kallis, kun muut ovat menneet alas?

Nousu ja laskupotentiaali pitää suhteuttaa pörssien pitempiaikaiseen kehitykseen ja eri pörssien suhteelliseen halpuuteen tai hinnakkuuteen. Thaimaan SET indeksi on nyt 50 % alhaisemmalla tasolla kuin 11 vuotta sitten ja nousupotentiaalia on vielä erittäin paljon Thaimaan talouden normalisoituessa. Tässä esimerkkejä muutamien pörssi-indeksien kehitysluvuista:

	1991	2002	muutos
Thaimaa (SET)	711	340	- 52 %
Suomi (HEX)	1000	8 500	+ 850 %
USA (DJ)	2500	10 000	+ 300 %

Eihän tuo SET indeksin alasmeno mitään nousua takaa ?

Thaimaan talous ylikuumeni 90-luvun puolivälissä ja nopea talouskasvu stimuloi investointien määrää, mikä johti myös tuottamattomiin hankkeisiin. Kasvua rahoittivat myös ulkomaiset sijoittajat ja kasvu 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 ennenkuin arvot normalisoituvat jälleen. Thaimaan koko pörssin markkina-arvo on nyt noin 25 % maan BKT:n arvosta ja tuon lukeman tulisi lähestyä 100 % tilanteiden normalisoiduttua täysin.

Kun Eliten vuosi 2001 oli erittäin hyvä, niin eikö nyt ole vaara merkitä liian kalliilla ?

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

- 1) Eliten arvo nousi 48 % vuoden 2001 aikana ja Thaimaan pörssi nousi vain 13 % samanaikaisesti eli Eliten tuotto on saatu aikaan paljolti yksittäisillä onnistuneilla osakevalinnoilla.
- 2) Kaikki suuret osakekohtaiset tuotot on kotiutettu ja nämä rahat sijoitettu uusiin kohteisiin, joilla mielestämme on suurempi nousuvara tästä eteenpäin suhteessa niiden alasmenopotentiaaliin.

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 sen perusteella ovatko 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.

31.12.2001 Eliten tilinpäätöksen mukaisesti saitte 250 000 euron verran turskaa valuuttatermiineistänne ?

Terminoimme euron ja usd välisen kurssin heinäkuun alussa tasolla 0,84, koska halusimme varmistaa, ettei euron mahdollinen vahvistuminen vie meiltä niitä tuottoja, joita jo olimme saaneet euron heikentymisestä. Eli jos valuuttakurssi on korkeampi kuin 0,84 niin hyödyimme terminoinnista ja jos euro valahtaa alle 0,84 tason niin siitä tulee turskaa eli tappiota. Vuodenvaihteen termiinitappio on epäolennainen, koska uusimme nuo termiinisopimukset 3 kk:n pätkissä ja siten sopimuskohtaisesti välillä tulee tuottoa ja välillä tappiota. Syksyllä erääntyneestä termiinistä saimme ison tuoton, joka jo tuloutettiin rahastoon ja siitä eteenpäin euro on laskenut eli seuraava sopimus on syönyt osan tuosta tuotosta, mutta kokonaisratkaisun järkevyyys ja tuotto edelleen määräytyy suhteessa tuohon terminoinnin aloitustasoon 0,84 euroa/usd.

Riskihakuiselle sijoittajalle Venäjä-rahastot ovat olleet paljon tuottoisampia kuin Elite ja Thaimaa ?

Elitellä on mahdollisuus kohdistaa kaikki varat kerrallaan yhteen maahan, missä se kokee olevan runsaan nousupotentiaalin kulloinkin. Kolmisen vuotta sitten tunnistimme halpoja arvostuksia Kaakkois-Aasian ohella myös venäläisissä pörssi-yhtiöissä, mutta nyt ja jatkossa pitäydymme sellaisissa maissa, joissa on tapahtunut markkinatalouden aiheuttama makroekonominen kriisi ja siitä seurannut finanssiarvojen romuttuminen. Venäjän talouden kehityksen ennustettavuus on ollut vaikeaa, koska sen talouskehitys on ollut niin paljon riippuvainen myös poliittisesta päätöksenteosta. Olemme toki viime aikoina tapahtuneen Venäjän pörssin sekä poliittisen elämän myönteisen kehityksen panneet ilolla merkille. Tietty öljyn äärimmäisen korkea hinta on ollut erittäin tärkeä tekijä viime vuosina Venäjän kasvaneille vientituotoille ja talouskasvulle.

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 20 kertaa enempi kuin 10 vuotta sitten. Tässä esimerkkejä suomalaisten pörssi-yhtiöiden arvostustasojen muutoksista 1992-2002:

	Liikevaihto 1992	Markkina-arvo 1992	M-Cap/sales 1992	M-Cap/sales 2002	Liikevaihto 2002	Markkina-arvo 2002
Nokia	3053	672	0,22	4,00	30000	120000
Stora-Enso	1724	403	0,23	0,93	13500	12602
Finnlines	245	37	0,15	0,79	600	472
Instrumentarium	289	134	0,46	1,21	960	1160
Rautaruukki	1093	257	0,24	0,21	2950	624
Outokumpu	2542	420	0,17	0,29	5300	1516
Partek	1113	185	0,17	0,18	2675	485
Finnair	916	78	0,09	0,21	1670	343
Nordea	2743	281	0,10	0,51	5210	2642
UPM	2286	840	0,37	0,92	9800	8996
Tietoenator	124	25	0,20	2,15	1100	2367
Raisio	515	70	0,14	0,26	820	216
Huhtamaki	1075	537	0,50	0,39	2430	945
Kone	1895	403	0,21	0,54	2670	1433
Orion	622	453	0,73	1,53	965	1478
Sampo	388	166	0,43	0,87	5600	4889
Wsoy	108	100	0,93	1,22	1440	1757
Kesko	4477	553	0,12	0,18	6312	1113
Tamfelt	70	42	0,60	1,77	130	230
Amer	1176	235	0,20	0,61	1150	700
Keski-arvo			0,31	0,94		

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 2002

Rautaruukki ja Partek saavat houkuttelevan alhaiset arvostukset 0,21 ja 0,18.

Metsäyhtiöt yllättävän korkealle arvostettuja tässä suhdannetilanteessa 0,92 ja 0,93 (Enso ja UPM).

Tamfelt, Nokia ja Tietoenator hyvin vaativat arvostustasot suhteessa maailmantalouden epävarmoihin näkymiin.

Entäs USA, siellähän on tultu tekno-osakkeissa roimasti alaspäin ?

Mielestämme amerikkalaiset tekno-osakkeet ovat edelleen kalliita. Ne pääsivät 90-luvun IT-investointibuumin aikana kallistumaan niin paljon, että nyt koettu ”romahdus” ei ole riittänyt tekemään niistä halpoja. Toki taitava sijoittaja saattaa onnistua poimimaan teknosektorin joukosta yksittäisiä yhtiöitä, jotka onnistuvat ainutlaatuisesti kasvattamaan myyntiään ja sen kautta omistajille koituvia tuottoja. On kuitenkin hyvä muistaa että vuosien 1995-2000 IT-Investointien huikea kasvu toimi myös tulosten draiverina ja buumin liennyttyä tuskin tuloskasvukaan tulee olemaan lähivuosina huikeaa. Standard & Poorsin teollisuusindeksissä on mukana tekno sekä ei-teknoyrityksiä ja ohessa havainnollinen kaavio amerikkalaisten osakkeiden halpuudesta: **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
Nyt	30	1.3 %	6.70	1.47

lähde: ISI Group/Barrons

Tuleeko USA:n pörssi siis romahtamaan ?

Amerikkalaisten osakkeiden kehityssuuntaa on 1-3 vuoden tähtäyksellä vaikea arvioida. Hyvä likviditeetti, alhaiset korot, mahdollisesti elpymään päin kääntyvä talous ja kuitenkin valmiiksi hinnakkaat osakemarkkinat ovat erittäin hankala arvioinnin kohde. Emme ole Elitessä tehneet yhtiökohtaisia arvioita amerikkalaisista osakkeista, koska markkinan kokonaishintataso ei ole miellyttänyt meitä. Olen itse luonut oman henkilökohtaisen varallisuuteni analysoimalla halpoja vähemmälle huomiolle jääneitä yhtiöitä. Olen aina panostanut valittujen yhtiöiden osakkeisiin merkittävästi ja jäänyt odottamaan tavoitehintojeni toteutumista. Tämän strategian mukaisesti toimii myös rahastomme Erikoissijoitusrahasto ELITE.

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 talousnäkyymiin tulee arvaamattomia muutoksia.

Saako Elitestäkin vain 10 % arvonousua vuosittain ?

01.02.1999 Eliten rahasto-osuuden aloitusarvo oli 10 euroa, nyt 3 vuotta myöhemmin se on 17 euroa, eli arvon-nousua on 70 %. Erikoissijoitusrahastollemme on tyypillistä, että haemme keskimääräistä parempia tuottoja tavallisia osakerahastoja suuremmilla yritys-kohtaisilla painotuksilla ja pitäisim työtämme onnistuneena, jos yltaisimme yli 30 % vuosituottoon keskimäärin pitkällä tähtäimellä (tällöin Eliten arvo muuttuisi vuosittain seuraavasti: 10 > 13 > 16,9 > 21,97 > 28,56 > 37,13). Tietysti Eliten vahva sijoitusten keskitysstrategia samalla tarkoittaa, että olemme korkeariskinen osakerahasto, jonka arvo saattaa välillä vaihdella hyvin rajustikin.

Yhtiö	Ucom	toiminta					Telekommunikaatio			salkkuosuus	20,0 %
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	2001	18,8	8178	18000	16	4	1,18	4,7			
TAVOITE	2003/4	80	34800	20000	24	5	3,33	16,0			

KOMMENTIT: UCOM omistaa 42 % Thaimaan toiseksi suurimmasta gsm-operaattorista Dtacista. Dtac teki joulukuussa nettoasiakaslisäysennätyksen 186 000 uutta käyttäjää ja koko vuodelta 2001 Dtac kirjaa noin 1,2 milj uutta käyttäjää. Dtacin tulos vuodelta 2001 tulee olemaan noin 2 miljardia bahtia ja 2002 se lähestyy 3 miljardia. Thaimaan molemmat johtavat gsm operaattorit ovat erittäin kannattavia ja ne ovat voimakkaassa kasvussa. Dtacin liikevaihto ei näy Ucomin liikevaihtoluvuissa, mutta tulokseen tuloutuu omistusta vastaava osuus. Ucomin teleprojektipuoli on saanut ison tilauksen Thaimaan "telehallintokeskuksesta", jossa uusitaan maakuntiin puhelinvaihteita ja tämä tilaus kestää vuodesta 2001 vuoden 2002 loppuun. Uskomme myös jatkoa seuraavan. Ucomilla on maan laajin valokaapeliverkosto ja yrityksille suunnattu laajakaistapalvelujen myynti sujuu hyvin kasvaen noin 30-50 % vuodessa. Dtac:iin saattaa tulla hintapaineita kolmannen operaattorin CP-Orangen aloittaessa gsm toiminnan vuonna 2002. Uskomme kuitenkin sen lähinnä leikkaavan Dtacin voitonkasvua. Ucom on erittäin houkuttelevan hintainen kotimarkkinayritys, jonka tulosta aiemmin rasittivat ylisuuret ulkomaanvelat, mutta niitä on maksettu pois Telenorin osakkuusjärjestelyjen myötä. Nyt yrityksen tasetilanne on hyvä ja vahvistumassa lisää. Vuoden 2001 EPS (E) 4 bahtia saattaa helposti jopa ylittyä ja vuonna 2002 6 bahtiakin on mahdollinen. Syyskuun terrori-iskut toivat Ucomin osakkeen reilusti alapäin 26 bahtin tasoilta 15-18 bahtiin. Elite kotiutti voitot 20 % osuudella olleesta Tascosta tammikuun alussa ja on sen jälkeen pystynyt kohtuuhintaan tuplaamaan Ucomin omistuksen ja nostamaan sen RCL:n rinnalle noin 20 % painoon salkussa. Kielteistä: Vaikea arvioida kilpailutilanteiden muutoksia. Osake heilunut Nasdaqin tahdissa, vaikka kotimarkkinayritys ja mukavasti kannattava.

Yhtiö	Regional Container Lines	toiminta					Konttiliikenne			salkkuosuus	18,8 %
RCL	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E			
HIGH	1993	612	10404	4200	90	14.60	6.8	42			
NYT	2001	34	2176	14000	85	15	0,40	2,3			
TAVOITE	2003/4	150	9600	14000	120	20	1,25	7,5			

KOMMENTIT: Kaakkois-Aasian maiden ulkomaankauppa on kehittynyt heikosti vuonna 2001, mutta RCL on pystynyt silti kasvattamaan omia rahtivolymyjeaan + 1 %. Erityisesti uudet Kiinan ja Intian reitit ovat tuoneet lisää tavaraliikennettä RCL:lle. Alueen vienti on kärsinyt elektroniikka-alan romahduksesta, mutta lentorahtina liikkuvat pienet osat eivät kuulu RCL:n volyymibisneksiin, mikä sisältää mm ruokaa, tekstiilejä, leluja ja autonosia etc. Joka tapauksessa vuosista 2001 ja 2002 on tulossa heikon kasvun vuosia ja rahtihinnat ovat olleet paineissa, mutta Kaakkois-Aasian sisäisen konttiliikenteen hinta-alennukset ovat jäämässä alle 5 %/vuosi. RCL:n operatiivisen toiminnan tulos vuodelta 2001 tulee olemaan kohtuullinen noin 1 miljardi bahtia ja EPS 15 bahtia. Valuuttakirjaukset ja kiinteistöjen alaskirjaukset vievät jälleen kuitenkin näytettävän tuloksen nolliille. Alaskirjaukset eivät aiheuta kassavaikutuksia ja RCL:n nettokassavirta pysyy erittäin vahvana. Osakkeen nousukorjausta saataneen vielä odottaa, koska satunnaiskirjaukset vuodelta 2001 vievät jälleen myös osingomaksumahdollisuudet, johtuen yhtiön velkakirjalainan tiukoista ehtoista. RCL on edelleen herkullisen halpa ja Eliten salkussa selvässä ylipainossa lähes 20 % salkusta ja osakkeen tuotto-odotukset täysin vielä edessäpäin. Kielteistä: Singaporen dollarin arvonvaihteluiden satunnainen ajoittuminen. Osake saattaa keväällä 2002 käydä alle 30 bahtin hinnassa, kun epämieluisa osinkopäätös selviää sijoittajille.

Yhtiö	Thai Storage Battery	toiminta					Akkutehdas			salkkuosuus	9,8 %
BAT-3K	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E			
HIGH	1996	84	1680	1113	36	6	2,3	14			
NYT	2001	24	480	1600	47	7	0,51	3,4			
TAVOITE	2003/4	80	1600	1800	60	8	1,33	10,0			

KOMMENTIT: Vuoden 2001 aikana tehty viimeiset poistokirjaukset Kampotshan tehdasinvestoinnista. Kirjaukset rasittavat vuoden 2001 tulosta, mutta BAT-3K tehnee ne mukaanlukienkin yli 5 baht tulosta/osake. Normaalin toiminnan EPSin ollessa noin 7-8 bahtia. BAT-3K:n kotimaan katteet ovat olleet koetuksella autonakkujen kotimaisten valmistajien hintakilpailun myötä, mutta vienti lähialueelle hyvällä katteella on ollut pirteää. BAT-3K saavutti lokakuussa 2001 kaikkien aikojen vientiennätyksen, tehtaalta lähti 102 kontillista akkuja vientiin. BAT-3K maksanee hyvän osingon vuodelta 2001. Liikevaihto, tulos ja osingot kasvussa myös vuonna 2002. Olemme lisänneet hieman omistustamme hyvien uutisten myötä, osake ollut hitaassa nousussa ja nousuvaraa riittää, kun normaali tuloskurto tulee esiin vuonna 2002. BAT-3K laajentamassa autojen ja mopojen akkujen tuotannosta myös golfautojen ja isojen lelujen akkuihin. Suurin osa BAT-3K:n auton ja mopojen akuista menee kuluttajille vanhojen akkujen uusimisiin ja sen takia yhtiö on hyvinkin defensiivinen luonteeltaan eri suhdannevaiheissa. Kielteistä: Osake hieman epälikvidi

BANPU	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1996	720	36634	5077	120	16	6	44
NYT	2001	26	5460	6000	35	2	0,74	13,0
TAVOITE	2003/4	80	16800	14000	50	6	1,60	13,3

KOMMENTIT: Banpu on vuoden 2001 aikana otettu uudestaan merkittäviin omistuksiin mukaan. Banpulla on mielenkiintoisia omistuksia mm energiyhtiöissä Racthaburi, Lanna ja Tri Energy, joista tasaista tulovirtaa Banpuun sekä upsaidia taseeseen. Omien hiilibisnesten ohella Banpu onnistui saamaan haltuun vuonna 2001 Indonesian Indo-Coalin, jonka osto rasittaa jo nyt Banpun tasetta, mutta Indo-Coalin liikevaihto ja tulos liitetään vasta keväällä 2002 konsernin lukuihin, jonka vaikutuksesta Banpun liikevaihto tuplaantuu. Toimenpiteet ja niiden ajoitus liittyvät Indonesian ministeriöiden lupakuvioihin. Banpun talusjohtaja on pyöritellyt Indonesian energiainisteriä Bangkokissa sen verran ahkerasti, että meillä on syytä uskoa lupasioiden hoituvan ongelmitta. Pieniä satunnaisia myyntivoittoja on tiedossa vuonna 2002, kun Banpu luopuu muutamista pienemmistä liiketoimista mm kemikaalit etc. Osinkoja ja vahvaa kasvua edessäpäin. Kielteistä: Indonesiaan liittyvät poliittiset riskit.

Yhtiö **Jasmine** toiminta **Telekommunikaatio** salkkuosuus **9,6 %**

JASMIN	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1995	167	55711	4199	19	2,3	8,7	73
NYT	2001	4,1	1943	4500	1	0,5	4,10	8,2
TAVOITE	2003/4	30	14220	9000	8	2	3,75	15,0

KOMMENTIT: Peruskassavirtaa tulee satelliittien ja merikaapelien vuokramaksuista valtiolta, mutta muutoin bisnesten kehitys on ollut odotuksiamme heikompaa. Jasmin omistaa Thai Telecomista 33 % ja sen takia olemme jopa lisänneet Jasminin omistusta kesän aikana, koska odotamme että TT&T pääsisi Thaimaan valtion teleyhtiön kanssa diiliin, jossa 43 % tulojenjakosopimus konvertoitaisiin TT&T:n osakkuudeksi. Tällä järjestelyllä olisi valtaisa merkitys TT&T:lle, kun tuloista ryhtyisi tulemaan 57 % sijaan 100 % omaan laariin. Ottaen huomioon Jasminin muut omistukset uskomme ettei osakkeella ole paljoa laskuvaraa nykytasostaan. Nykyinen hinta tarjoaa hyvän käyttäilytason mahdollisille järjestelyille ja niiden aiheuttamille osakeliikkeille. Kielteistä: Ei osinkoja ja heikko tase.

Yhtiö **Thai Telephone** toiminta **Telekommunikaatio** salkkuosuus **9,3 %**

TT&T	vuosi	hinta	m-arvo	liikevaihto	BVS	EPS	P/BV	P/E
HIGH	1995	167	55711	4199	19	2,3	8,7	73
NYT	2001	3	10500	5000	2	0,1	1,50	30,0
TAVOITE	2003/4	15	52500	12000	8	0,8	1,88	18,8

KOMMENTIT: Vuoteen 2006 Thaimaan on määrä liberalisoida telemarkkina. On todennäköistä, että vuosien 2002 ja 2003 aikana puretaan nykyiset lisenssimaksujärjestelmät. TT&T maksaa telehallintokeskukselle eniten näitä lisenssimaksuja 43 % kaikista tuloistaan. TT&T teki vuonna 2001 velkajärjestelyn ja samassa yhteydessä korotti osakepääomaansa sekä varasi tietyn määrän osakkeita tulevia lisenssimaksujärjestelyjen purkuja varten. Todennäköisin vaihtoehto on että Valtio luopuu lisenssimaksuista ja saa vastineeksi osakkuuden TT&T:stä. Tilanne on spekulatiivinen, mutta olemme kokeneet nykyisen hintatason mielekkääksi ottaa omistusta ja jäädä odottamaan ratkaisuja, joiden käsittely saattaa jo omalta osaltaan nostaa koko telesektoria Thaimaan pörssissä vuoden 2002 aikana. Kielteistä: Raskas velkataakka ja heikko kannattavuus.

Yhtiö **Thai Pineapple** toiminta **Hedelmätuotteet** salkkuosuus **7,1 %**

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	2001	12	420	2000	8	4,2	1,50	2,9
TAVOITE	2003/4	50	1750	2600	20	6	2,50	8,3

KOMMENTIT: Hedelmäyhtiö, jolla 25 % omistusosuus Asfalttifirma Tascosta. Yhtiötä saneerattu viimeisten kolmen vuoden aikana ja nyt hedelmäbisnekset hyvässä vedossa. Myyntiä sekä kotimarkkinoille että vientiin. Hakee lisää myyntituottoja mm uusista mehuvalmisteista tuotemerkillä "Cool", mehut hyvän makuisia ja trendikkäitä pieniä pakkauksia. Asfalttifirma Tascon tuloskunto nousussa ja sieltä alkaa tuloutumaan kasvavia omistusta vastaavia voitonkirjauksia Tipcoon. Tascon markkina-arvo nykyään jo 2500 milj bahtia eli Tipcon omistuksen arvo nykyhinnoin noin 625 milj bahtia ja Tipcon oma m-arvo vain 420 milj bahtia. Kotiutettuamme Tascon omistuksen olemme kasvattaneet Tipcon omistusta. Kielteistä: Agribisneksien katteilla taipumus heilahdella rajusti

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. 0,15 FIM