

Ajat ovat haasteelliset. Kun Suomea ja muita pohjoismaita ravisteli 1990-luvun alussa pankkikriisi ja ylivelkaantumisen aiheuttama taloudellinen ahdinko, samaan aikaan Yhdysvaltain osakeindeksit jatkoivat nousuaan ja sikäläinen talous voi hyvin. Kun 1990-luvun lopussa Kaakkois-Aasiassa koettiin Aasian kriisi, Euroopan taloudet voivat mainiosti ja pörssit porskuttivat kohti vuoden 2000 indeksihuippuja. Myös 1930-luvulla suuressa lamassa oli paljon maakohtaisia poikkeamia, valuuttansa aiemmin devalvoinut Ranska pärjäsi hyvin 30-luvulla ja samoin teollistuva Japani, vaikka molemmat maat kokivat 1930-luvun taitteessa Wall Streetin rajun romahduksen seuraamukset, maailmanlaajuisen tuotteiden kysynnän heikkenemisen ja vientituotteiden alentuneiden hintojen aiheuttamat kielteiset vaikutukset talouksiinsa. Nyt käynnissä olevan taloudellisen taantumun vaikutukset jatkuvat useita vuosia. On kuitenkin oletettavaa, että maat joiden oma talouskehitys on ollut kurinalaista ja jotka eivät ole ylivelkaantuneet, tulevat tämän maailmanlaajuisen kasinotalouden perkuuvaiheen jälkeen pärjäämään melko hyvin panostamalla kotimaiseen kysyntään ja viennin tehokkuuteen sekä palveluihin omilla erikoissektoreillaan.

Osakesijoittamisen kannalta saattaa olla epäolennaista juuri nyt pyrkiä ennustamaan vuoden 2009 P/E lukuja ja yritysten tarkkoja osinkosummia. P/E:t näyttävät niin alhaisilta ja osinkotuotot niin korkeilta, että ne vievät uskon. Myös keskittyminen defensiiivisiin osakesijoituksiin tuntuu nyt aivan liian myöhäiseltä ja varmimmalta tavata hävitä yleisindekseille kun nousu aikanaan alkaa.

Järkevältä tuntuva strategia on etsiä sijaiskärsijöitä. Maita, joiden pörssit ovat romuttuneet ulkoisen myyntipaineen takia vaikka paikalliset fundamentit eivät viittaa reaalityalouden romahdusvaaraan. Maita, jotka hyötyvät eniten raaka-ainehintojen alhaisista hinnoista. Maita, joilla on kasvava oman alueen ulkomaankauppamarkkina ja jotka ovat vähemmän riippuvaisia jatkossa velkaisista amerikkalaisista kuluttajista. Maita, joiden alhainen velkaantuneisuus ja vaihtotaseen ylijäämäisyys antaa varaa kotimarkkinan stimuloinnille.

Yhtiökohtaisesti pitäisi pohtia P/E lukujen sijasta, ovatko yhtiöt vaarassa menettää pääomansa ensi vuonna ja suhteuttaa näihin riskeihin yhtiöiden nykyiset romuttuneet markkina-arvot.

Ohessa työkaluja näihin pohdintoihin.

- | | |
|----------------------|--|
| 1) THAIMAA KOMMENTIT | Maakohtaista dataa ja arvioitamme tulevasta |
| 2) TULOSLISTA | Eliten yritysten 9 kk tulokset ja poikkeamat ennusteesta |
| 3) ELITEN TOP 10 | Taulukko arvostuksesta nyt ja ennen |
| 4) SET WORST | Meidän oma osakepoiminnan työkalu |
| 5) USA, UK JA THAI | On se niin väärin, että paras on huonoin |
| 6) ELITEN MERKINNÄT | Harmi, että merkintöjä on vaikea saada, kun arvo on alhaalla |
| 7) USAN PÖRSSI/GDP | Pitkäkestoista heikkoa vaakalentoa odotettavissa |
| 8) MARATONLISTA | Suomen tasot ja historiavertailu |

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO ELITEN MERKINTÄ 31.12.2008

Ystävällisesti

Petri Deryng
Salkunhoitaja

USA:N JA EUROALUEEN BRUTTOKANSANTUOTTEEN KASVU ON TODENNÄKÖISESTI NEGATIIVISTA VUONNA 2009

Kyllä

THAIMAA KÄRSII TILANTEESTA SILLÄ VIENNIN ARVO ON 70 % BKT:STÄ, JA VIENTI ON OLLUT VIIME VUOSIEN KASVUN TAUSTALLA

Kyllä. Thaimaan vienti laskee vuonna 2009. Pohjalla on vuodelta 2008 hyvät viennin kasvulukemat vuoden 2008 kolmen ensimmäisen kvartaalin ajalta (n +20 %) ja näyttää ilmiselvältä, että kokonaisvientii kirjaa laskuprosentteja vuoteen 2008 verrattuna, vaikka viennin kasvu on kohdistunut muualle kuin USA:han ja Eurooppaan. Todellinen viennin vaikutus BKT:hen lasketaan makroerien netotuksen jälkeen ja vienti täten edustaa vain noin 16 % BKT:sta. Thaimaan talouden potentiaalista taantumaa ajatellen tarkoitukseni on keskittyä arvioimaan mitä voisi tapahtua Thaimaan vaihtotaseelle, koska sillä on keskeinen merkitys kotimaisen kysynnän elvytysvaraana. Tässä ovat lukuni:

THAIMAA USD mrd	2007	2008	2009
VIENTI	151	175	166
TUONTI	139	174	162
VAIHTOTASE	14.9	-1.0	2.0

Thaimaan vienti tarvitsee paljon komponentteja ja raakamateriaalien tuontia. Tuonnin heikkeneminen tasoittaa viennin heikkenemisen makrotason seurauksia. Thaimaa ei oikeastaan vie hyödykkeitä, paitsi ruokatuotteita. Ruoan viennin tulisi kehittyä hyvin kaikkina aikoina. Raaka-aineiden ja tuotantohyödykehintojen merkittävä heikkeneminen on pohjimmiltaan erittäin positiivista Thaimaan makrotalouden näkyville.

Thaimaan vaihtotasetta tulee rasittamaan väliaikaisesti palvelutaseen heikot lukemat johtuen viikon kestäneestä PAD:n lentokenttäsaarrosta, millä on negatiiviset vaikutukset turismiin ja talouteen useiden kuukausien ajan. Muutoin tuonnin arvo tulee mukautumaan selkeään viennin hidastumiseen. Arvioin tuonnin, joka johtaa vientiin, tuotannollisen arvonlisäyksen olevan noin 30 % eli sen nettovaikutus vaihtotaseeseen olisi 30 %. Jos vienti heikkenisi arvioimaani 5 % enemmän ja laskisi vuonna 2009 10 % siis 18 mrd USD, niin vaihtotaseen kannalta menetetty arvonlisä olisi 5,4 mrd USD. Tämä on suhteellisen vähän verrattuna siihen kuinka paljon öljykustannuksissa säästetään. Thaimaa säästää vähintään 10 mrd USD öljylaskussaan vuonna 2009, mikä vaikuttaa suoraan täysimääräisenä vaihtotaseeseen.

Päivittäinen öljyn kulutus Thaimaassa ja vuosittaiset kokonaiskustannukset. Arvioidut luvut perustuvat omiin laskelmiini.

	2007	2008	2009
Volyyymi barreli/päivä	804 000	860 000	880 000
Hinta USD/barreli	70.54	94	65
Öljyn tuonnin kok. kustannukset (mrd USD)	20.7	29.5	20.8

JOS ON VELKAANTUNUT, TAKAISINMAKSUN AIKA ON TUSKAISTA, MUTTA JOS EI OLE VELKAANTUNUT, EI VOI VAJOTA KOVINKAAN SYVÄLLE, VAIKKA MAAILMAN-TALOUDEN HITAUUS HEIKENTÄISI KASVUA.

Thaimaan ulkomaanvelan määrä vaikuttaa erittäin kohtuulliselta. Vuosina 2000–2005 Thaimaa maksoi velkojaan takaisin lähes 10 mrd USD vuosittain.

Thaimaan ulkomaanvelan osuus BKT:sta

1999	73 %
2003	40 %
2008	28 %

POLIITTINEN TILANNE ON SÄILYNYT EPÄSELVÄNÄ, MUTTA SE EI OLE ESTÄNYT VEROJEN KERÄÄMISTÄ BUDJETOITUA PAREMMIN

Hallituksen verotulot (tilivuodet)

2006 lokakuu – 2007 syyskuu:	1 440 mrd baht	
2007 lokakuu – 2008 syyskuu:	1 550 mrd baht	+7.1 % vuodentakaisesta (budjetti 1 495)
2008 lokakuu – 2009 syyskuu:	1 585 mrd baht	budjetti + 2.2 % vuodentakaisesta

AUTOMYYNTI TULEE MENESTYMÄÄN

On totta, että tämän vuoden alussa Thaimaan automyynti oli erittäin vahvaa ja sittemmin se on kääntynyt heikoksi johtuen kohonneesta öljyn hinnasta, Thaimaan poliittisesta tilanteesta ja maailman talouden heikoista näkymistä. Vuoden 2008 ensimmäisten 10 kuukauden aikana on myyty autoja vain saman verran kuin vuonna 2007. Thaimaassa on noudatettu Thaimaan keskuspankin ohjeistuksen mukaisesti kuitenkin hillitympää asiakkaiden rahoitusta kuin USA:ssa ja asiakkailta on pitänyt olla myös rahaa maksaa autoistaan ennen kuin auton on saanut ostaa, vaikkakin autorahoitusleasing on yleistynyt käytäntö myös Thaimaan auto-kaupassa. Omarahoitusosuussääntönä on ollut 10-30 %, verrattuna USA:n 0 %. Jos Thaimaan sisäpoliittinen tilanne selkeytyy ja öljyn hinta pysyy alhaalla, niin autokauppa jatkaa kasvuaan ennen pitkää.

AUTOMYYNTI	TAMMI-LOKAKUU 2008	TAMMI-LOKAKUU 2007	Muutos %
USA	11 591 988	13 550 881	-14,5 %
LANSI-EUROOPPA	13 455 925	14 334 645	- 6,1 %
THAIMAA	510 027	509 186	+ 0,2 %

MONET THAI-PANKIT TULEVAT TEKEMÄÄN TAPPIOTA JA TARVITSEVAT LISÄÄ PÄÄOMAA

Thaipankkien (8 suurimman) kolmannen neljänneksen voitot itse asiassa kasvoivat 158 % vuodentakaiseen tilanteeseen nähden, mutta tämä johtui osaksi vuoden 2007 matalasta lähtötasosta jolloin pankit tekivät järjestelyjä säännöksiensä vuoksi valmistautuakseen Basel II:seen. Jos todella olisi aihetta huoleen Thaimaan pankkisektorin suhteen, odottaisin Bank of Thailandin (BoT) olevan ensimmäisenä huolissaan. Tilanne on kuitenkin melko lailla päinvastainen. Olen tavannut sekä BoT:n varajohtajan että pääjohtajan viimeisten kolmen viikon aikana ja käynyt yksilölliset keskustelut pankkien haavoittuneisuudesta ja lisäpääomien tarpeista. Viesti on aivan selvä. Pääomitarpeita ei ole, eikä ole tulossa. Thaipankit ovat rahoitukseltaan kunnossa, kannattavia ja osoittavat tervettä kasvua ja kestävät ongelmaluottojen kasvun normaaleilla provisioinneillaan. Thaimaan keskuspankin pääjohtaja Khun Tarisa

on luonteeltaan hyvin erilainen kuin FED:n pääjohtaja Alan Greenspan oli. Pääjohtaja Tarisa on tiukka täti, joka lähinnä muistuttaa vaativaa nutturapäistä matematiikan opettajaa. Ex pääjohtaja Greenspan tuo mieleen mafialeffojen perheiden lepsun enon, joka löyhällä rahapolitiikkallaan on saanut koko maailman kyykkyyn.

BoT vahvistaa, että liikepankit ovat erittäin likvidejä ja BoT:n täytyy sulattaa itseensä n. 500 miljardia bahtia ylimääräistä rahaa, joka tulee liikepankeista. Tällä hetkellä Thai pankit saattavat olla liian varovaisia lainanannossaan maailmantilanteen näyttäessä näin synkältä. Thaimaa oppi läksynsä 1997/1998 Aasian finanssikriisissä kun 56 finanssilaitosta suljettiin. Siitä lähtien BoT on ohjannut pankkeja varovasti eikä ole sallinut riskikehitystä. Kaksi hyvää esimerkkiä: osakemarkkinoiden positiivisen vuoden 2003 jälkeen asuntomarkkinoilla näytti menevän lujaa. BoT rajoitti pankkeja antamaan maksimissaan 70 % lainaa taloihin, joiden arvo oli yli 10 miljoonaa bahtia. Tämä sääntö on yhä voimassa, vaikka BoT:lla voisi olla syytä luopua siitä tukeakseen kotimaista kysyntää. Toinen sääntö liittyen luottokorttikulutukseen tuli voimaan viime vuoden lopussa kun BoT edellytti kaikkien luottokorttien haltijoiden maksavan takaisin 10 % kulutusluotoista kuukausittain aiemman 5 % sijaan. Nyt saattaisi olla järkevää harkita takaisinmaksun tiputtamista takaisin 5 %:iin kotimaisen kulutuksen tukemiseksi.

TURISMI SAKKAA

Thaimaan ilmailuhallinnon tilasto kansainvälisten lentomatrustajien määrästä (huom. luvussa tulo ja paluu)

Year	Total	International	Growth %
1996		19,700,532	6.2
1997		19,727,160	0.1
1998		20,104,109	1.9
1999		21,989,266	9.4
2000		24,021,747	9.2
2001		24,850,733	3.5
2002		26,546,146	6.8
2003		24,602,957	-7.3
2004		29,952,144	21.7
2005		30,000,438	0.2
2006		33,743,769	12.5
2007		35,946,481	6.5
Arviomme 2008		33 000 000	-8.2 %
Arviomme 2009		32 000 000	-3.0 %

Tämän vuoden kuukausikohtaiset lukemat (pelkkä saapuvien turistien määrä)

	Tourists arrival m persons	% yoy
Jan-08	1.425	11%
Feb-08	1.495	19%
Mar-08	1.420	15%
Apr-08	1.250	14%
May-08	1.181	18%
Jun-08	1.160	12%
Jul-08	1.278	10%
Aug-08	1.228	0%
Sep-08	0.885	-16%
Oct-08	1.097	-6%

Ulkomaisten turistien määrä laski 16,5 % syyskuussa ja syynä oli Thaimaan epäselvän poliittisen tilanteen hetkellinen kärjistyminen. Yli 20 maata antoivat varoituksia Thaimaahan matkaaville, johtuen ” State of emergency” statuksesta, jonka paikallinen hallitus julisti. Lokakuussa tilanne rauhoittui ja laskua oli – 6 %. Marras- ja joulukuun lukemat tulevat olemaan heikkoja johtuen lentokentän saartotilanteesta ja vaikutukset jatkuvat alkuvuoteen 2009 saakka. Myönteinen puoli asiaa on, että jos Thaimaan sisäpoliittinen tilanne selkeytyy, sillä on myönteinen vaikutus 2009 vuoden turistimääriin samalla kun maailman talouskasvun taantuminen vaikuttaa kielteisesti matkusteluun. Huom. Thaimaan 12 vuoden lentomatlustilasto kertoo, että vain kerran aiemmin volyyymi on tippunut ja tähän 12 vuoden jaksoon mahtuvat sisään Aasian kriisi, Sars, tsunami ja teknokuplataantuma.

ON HUOLESTUTTAVAA, ETTÄ THAIMAA ON ALKANUT MENETTÄÄ VALUUTTAVARANTOJAAN

	2007				2008			
Valuuttavarannot	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	21.11.2088
Mrd USD	70.9	73.0	80.7	87.5	110.0	105.7	102.4	105.0

Todellisuudessa valuuttavarantoja pidetään useassa valuutassa ja kokonaisluku julkaistaan USD. Joten Thaimaa ei ole alkanut menettää valuuttavarantojaan. Valuutoissa on vain kurssiheilahteluja. BoT arvostaa kurssit markkinahintaan jokaisen neljänneksen lopussa.

OSAKEMARKKINAT KUVASTAVAT MELKO HYVIN HEIKENTYVIÄ ODOTUKSIA

Elite rahastomme on nyt voitolla kumulatiivisesti 200 % perustamisestaan 1.2.1999 lukien. Perustamishetkellä SET-indeksi oli 363 pistettä ja nyt se on 393 pistettä, tarkoittaen vain 8 % kasvua lähes 10 vuoden aikana. Ensimmäisen viiden vuoden aikana suurin osa voitoistamme tuli vientiyhtiöistä tai vientiin liittyvästä liiketoiminnasta. Vuoden 2003 osakemarkkinanousun aikana myimme suurimman osan näistä osakkeista niiden saavuttaessa pitkän tähtäimen tavoitehintamme. Siitä lähtien olemme keskittyneet kotimaisesta kysynnästä riippuviin yrityksiin ja pidämme tällä hetkellä merkittävää realisoitumatonta tappiota salkussamme sillä kotimainen sentimentti on pysynyt vaimeana usean vuoden ajan jatkuneesta poliittisesta jännittyneestä tilanteesta johtuen.

Vaikka emme tänä päivänä omistakaan samoja osakkeita kuin 1999 tai 2004, haluan verrata tämän päivän Thaimaan suurimpien omistustemme listaa vuoden 1999 ja 2004 tilanteeseen. Tässä on yhteenveto 10 suurimmasta omistuksestamme, miltä ne näyttävät tänään ja miltä ne olisivat näyttäneet 1999 sekä 2004 (mukaan lukien KTC listautumisannistaan lähtien 2002 ja MFEC 2003 lahtien).

10 yhtiötä yhteensä mrd. baht	1999	2004	nyt
Markkina-arvo	79 260	174 116	43 062
Oma pääoma	9 108	113 036	145 885
Liikevaihto	122 940	182 357	284 582

Reilua vai epäreilua

Tämän vuoden thaiosakemarkkinan romahduksen jälkeen voisimme ostaa näitä yhtiöitä nyt suunnilleen puolella siitä hinnasta mitä olisimme joutuneet maksamaan niistä kymmenen vuotta sitten. Yhtiöiden liikevaihto on kasvanut 122 % tällä periodilla. Markkina-arvo suhteutettuna kirja-arvoon on nyt vain 0,30. Markkina-arvo/liikevaihto on vain 0,15. Nämä ovat erittäin kiehtovia arvostustasoja ottaen huomioon, että voimme silti olettaa kaikkien näiden yhtiöiden tekevän positiivisen tuloksen 2009 ja 2010 emmekä voi olettaa yhdenkään yhtiön menettävän pääomiaan vuosien 2009 ja 2010 aikana. Silti yhtiöiden arvosta on jäljellä vain

puolet verrattuna vuoteen 1999 ja arvosta on jäljellä vain neljännes verrattuna vuoden 2004 alkuun.

Käytetään esimerkkinä omistamaamme Noblea. Yhtiö rakennuttaa keskihintaisia huoneistoja ja taloja.

Markkina-arvo 630 milj.
Oma pääoma 3 304 milj.
Tulot 3 000 milj.

Voiko Noble menettää oman pääomansa?

Huhtikuussa 2009 yhtiö saa valmiiksi Remix-projektinsa, joka on yhtiön suurin yksittäinen projekti tällä hetkellä. Se on ollut loppuunmyyty jo jonkin aikaa. Rahastoyhtiömme hankki myös muutamia pieniä huoneistoja tästä projektista noin 1,5 vuotta sitten kun he aloittivat myynnin. Tähän mennessä olemme maksaneet 30 % ja loppuosa 70 % tulee maksettavaksemme kun huoneistot luovutetaan meille. Hintamme on noin 80 000 baht/m² ja tällä hetkellä huoneistojen hintataso on 95 000 – 100 000 baht/m². Tämänhetkinen hintataso tuntuu kohtuulliselta Bangkokin asuntomarkkinoita kokonaisuutena tarkastellen, ottaen huomioon projektin laadun ja sijainnin.

Kysyin Noblelta marraskuussa eivätkö he pelkää, että meidän kaltainen rahastoyhtiö laiminlöisi loput maksut sillä oma bisneksemme on nyt täysin kuralla. Noble vastasi melko viisaasti. Heillä on jo 30 % rahoistamme. Jos jättäisimme maksamatta loppusumman, he pitäisivät rahat ja myisivät huoneistot seuraavalle asiakkaalle. Jos he myisivät huoneistot uudestaan 80 000 bahtilla, he tekisivät silti 30 % isomman voiton sillä he voisivat pitää aiemmat maksumme. Joten jos he myisivät huoneistomme uudelleen noin 50 % tämänhetkistä markkinahintaa halvemmalla, he saisivat silti saman katteen kuin jos emme jättäisi maksuja maksamatta. Vaikuttaa varmalta, että he eivät ala menettää pääomaansa joutumalla tekemään poistoja tämänkaltaisissa projekteissa. Uskon, että syyt siihen miksi Noble treidaa 0,2 x oma pääoma ovat kokonaisvaltainen markkinoiden romahdus, USA:n asuntomarkkinakupla ja Lehman Brothersin 4 % omistusosuus Noblen osakkeista.

ULKOMAALAISET MYYVÄT OMAN TILANTEEN TAKIA, PAIKALLISET SIOITTAJAT JA YHTIÖIDEN JOHTO OSTAVAT YHTIÖIDEN TILANTEEN TAKIA

Thaimaan pörssin osakkeiden isoimmat netto-ostajat ja nettomyyjät (loppusaldon muu netto on paikalliset instituutiot)

Mrd baht	Ulkolaisten sijoittajien netto	Paikallisten yksityissijoittajien netto
2007	55 018	-57 181
2008*	-153 959	121 467

*(vuoden alusta joulukuun alkuun)

Minusta ulkomaalaiset ostivat viime vuonna koska markkina oli halpa. Paikalliset sijoittajat myivät ja odottivat sisäpolitiikan selkeytymistä. Vuoden 2008 aikana ulkomaalaiset ovat myyneet rajusti ja mm. yhtiöiden johto on ollut ostamassa omien yhtiöidensä osakkeita.

TALOUSTILANNE, POLIITTINEN TILANNE JA PÖRSSI: JOHTOPÄÄTÖKSET

1994–1996 Bangkokin alueella valmistui uusia asuntoja n. 170 000 kpl/vuosi ja Thaimaan BKT:n arvo oli noin kolmannes nykyisestä. Viime vuosina asuntoja on valmistunut 70 000 kpl vuositahtia. Suur-Bangkokin väki kasvaa noin 3 % eli 90 000 taloudella/vuosi. Suhteessa BKT:n nykyarvoon asuntoja valmistuu tällä hetkellä vuosittain 5 kertaa vähemmän kuin ennen Aasian kriisiä. Näin maltillisilta tasoilta on vaikea saada aikaan romahdusta, vaikka asuntomarkkinan näkymät eivät olekaan suotuisat vuodelle 2009. 1996/1997 Thaimaassa oli selkeä luottokupla ja kestämaton talouden rakenne. Se johti osakemarkkinoiden romahduk-

seen 1997–1998, valuutan kellutukseen ja valtaviin valuuttatappioihin ja merkittävään romahduksenomaiseen talouden supistumiseen. Tämä ei nyt toistu. Maailmanlaajuinen tekno-kupla koettiin vuonna 2000 ja se johti tekno-osakkeiden romahdukseen 2000–2002. Sen jälkeen maailmaan rakentui viidessä vuodessa selkeä globaali raaka-ainehintojen kupla ja todistamme nyt näiden hintojen romahdusta. FED:n löyhä rahapolitiikka aiheutti USA:n asuntomarkkinoille hintakuplan ja velkakriisin, koska kuluttaminen perustui velanottoon ja velkaa sai kohonneita asunnonhintoja vasten. Kiinan ja Vietnamin kaltaisille markkinoille pääsi muodostumaan rajun talouskasvun myötä viime vuosina osakemarkkinakuplat ja näiden maiden osakemarkkinat ovat romahtaneet.

Thaimaan vienti on vetänyt, mutta kotimarkkinan kysyntään on vaikuttanut kielteisesti jo pitkään Thaimaan sisäpoliittinen tilanne, missä on kyse siitä että Thaksin ei ole suostunut luovuttamaan otettaan maan politiikkaan. Lentokenttäsaarron jälkeen on ensimmäistä kertaa merkkejä siitä, että Thaksinin alkuperäiseen Thai Rak -puolueeseen liittyneet pienpuolueet saattaisivat sanoa ei Thaksinin rahoitukselle ja Thaksinin tukemiselle. Tällöin PAD:n kaltaiset lentokenttäsaarrat jäisivät taakse, koska Demokraatit voisivat hallita maata yhdessä pienpuolueiden kanssa selvällä äänenemmistöllä. Tämä ratkaisu saattaisi tuoda pisteen Thaksinin jälkeiselle valtasekamelskalle.

Thaimaassa viimeiset neljä vuotta ovat olleet melko heikkoja, vaikka BKT onkin ollut 4-5 % kasvussa. Myös Q3/2008 BKT kasvoi 4 %. Maassa ei ole nähty osakkeiden tai kiinteistöjen hintojen huimaa nousua. Kotimainen kysyntä on ollut vaimeaa, asuntomarkkinat ovat olleet vaimeita. On selvää, että viennin lasku ja Thaimaan lentokenttäsaarron jälkiseuraamukset ja maailman heikko taloustilanne johtavat heikkoon vuoteen 2009 ja Thaimaan BKT tulee kirjaamaan lähellä nollaa olevan kasvulukeman. Arvostukset, joita esitin taulukossani suurimmista omistuksistamme, ovat kuitenkin hulluja ottaen huomioon tämän hetkisen Thaimaan talouden tilanteen, rahoitusjärjestelmän matalan riskitason ja Thaimaan talouden minimaaliset riskit joutua vakavaan taloudelliseen taantumaa 2009. Erityisesti sijaiskärsijän asemassa pörssissä ovat olleet sektorit, kuten pankki ja asuntoala, joita on myyty alas pikemminkin näiden sektorien yleismaailmallisen heikon fundamentin takia. Mielestäni tilannetta kannattaa yrittää hyödyntää.

VIIMEISIN UUSI INVESTOINTIMME

Olemme ottaneet syksyllä uudeksi sijoituskohteeksi Thai Airwaysin. Yhtiön markkina-arvo on nyt suunnilleen sama kuin, mitä yksi uusi Airbus A380 maksaa 12 mrd bahtia (330 milj. USD). Tekemämme sijoituksen jälkeen tosin on tapahtunut Thaimaan lentokentän saarto, josta tulee valtava ylimääräinen tuottojen menetys Thai Airwaysille. Osake on reagoinut tähän hyvin vähän. Ilmeisesti syynä on jo pohjiin aiemmin vajonnut arvostus. Tämänhetkinen Thai Airwaysin arvostus:

Markkina-arvo	13 mrd.
Liikevaihto	200 mrd.
Oma pääoma	60 mrd.
Hinta/kirja-arvo	0,25
Hinta/liikevaihto	0,08

Osake on 10 kuukauden tarkastelujaksolla 80 % miinuksella (tippunut 42 bahtista 8 bahtiin) pääasiassa vuoden toisen neljänneksen tappion vuoksi. Tähän olivat syynä valtava polttoainekustannusten kasvu ja epäonnistunut öljyostojen lyhyen tähtäimen suojaus.

Arviomme Thain polttoainekustannuksista:

	2007	2008	2009
Vuosittaiset kokonaispolttoainekust.	59 mrd. baht	85 mrd. baht	60 mrd. Baht*
* oletus öljyn barrelihinta 65 USD/2009			

Oletamme yhtiön säästävän 25 mrd. bahtia polttoainekustannuksissa vuonna 2009 verrattuna vuoteen 2008, mikä saa heidät palaamaan merkittävien tuottojen pariin 2009. Olemme tietoisia, että maailmanlaajuinen lama syö heidän liikevaihtoaan. Tämän 25 miljardin kusan-

nussäästön tulisi vaikuttaa enemmän yhtiön arvostukseen kuin myynnin huononemisen, koska ei ole pelkoa yhtiön menosta konkurssiin. Ymmärrämme miksi osakkeen 80 % hinnanromahdus tapahtui ja ymmärrämme myös, että viimeaikaisen markkinakuohunnan aikana mikä tahansa osakkeen on erittäin vaikea toipua nopeasti vaikka suurin peruskannattavuustekijä on kääntynyt suotuisaan asentoon sitten elokuun. Joudumme miettimään 2009 lukuja uusiksi huomioiden lentokenttäsaarron kielteiset vaikutukset, tosin samaan aikaan öljy on jatkanut huikeaa laskuaan ja sen myönteinen vaikutus saattaa koitua jopa arvioimaani suuremmaksi vuonna 2009.

JOS KERRAN OLEMME NIIN FIKSUJA, MIKSI OLEMME MENETTÄNEET RAHAA VUONNA 2008

En ole aivan varma osoittaako se fiksuuden merkkejä, että on valinnut itselleen salkunhoitajan ammatin. Joka tapauksessa jos pystyisin kääntämään aikaa taaksepäin ja miettimään mitä olisin tehnyt vuosi sitten, täytyy myöntää, että olisin välttänyt öljyyn ja muihin raaka-aineiden korkeisiin hintoihin sidoksissa olevia osakkeita niin kuin olemme tehneet. Olisin välttänyt vientiyhtiöitä ja vientiin liittyviä osakkeita niin kuin olemme tehneet. Laittaisın rahaa Thaimaan kaltaisessa maassa vahingoittuneimpiin osakkeisiin. Nämä osakkeet ovat kärsineet aikaisemmin 3-4 vuoden mittaisesta vaisusta kotimaisen talouden periodista, niiden arvostukset ovat pirun halvat ja Thaimaan talous näyttää vakaalta huolimatta poliittisista jännitteistä ja on epätodennäköistä, että se vajoaisi pitkään lamaan vaikka USA näin tekisikin.

Me olemme tehneet kaiken tämän ja menetämme silti rahaa. Jatkamme sitä, minkä osaamme parhaiten. Se näyttää tyhmältä tällä hetkellä, myönnetään, emmekä voi oikein saada sitä näyttämään fiksulta juuri tällä hetkellä. Jatkamme omien yritysanalyysien tekemistä, teemme paljon yritysvierailuja ja ostamme halpoja osakkeita. Pidämme niitä ja tiedämme, että näin toimimalla olemme tähän mennessä aina saaneet merkittävät pitkän tähtäimen tuotot. Osakkeet ovat erittäin halpoja ja Thaimaan talous kärsii yleismaailmallisesta tilanteesta, mutta se voi kestää tämän tuskan ilman vakavia ongelmia ja osakemarkkinat palkitsevat siitä myöhemmin.

ELITE SALKKU TOP 10: YRITYSTEN TOTEUTUNEET TULOKSET 9 KK/2008

	HINTA	EPS 07	EPS(E) 08	9/M EPS	% OF (E)
TCAP	6,55	2,11	2,40	1,76	73,3%
PF	2,36	0,52	0,95	0,91	95,8%
THAI	7,80	3,73	-2,00	-3,89	N.A.
KTC	6,50	2,02	2,00	1,30	65,0% *)
STEC	1,97	0,02	0,15	0,08	54,0%
MK	1,01	0,38	0,40	0,31	77,5%
KK	8,80	4,15	3,50	2,93	83,7%
NOBLE	1,39	0,54	0,80	0,51	63,8%
MFEC	2,94	0,59	0,52	0,33	63,5%
MBK	45,00	9,26	10,00	1,94	58,2% **)

Koko vuosi 2008 jäänee hieman (-5 %) jälkeen meidän (E) Eps lukemista. THAI heikko Q4, koska lentoasema oli kiinni. THAI uusin ostos salkkuun syksy 08. STEC myös tuore tämän vuoden hankinta. STEC tulos nousemassa pikkuhiljaa. T-CAP tekee Q4 ison extra voiton, mutta norm. tulos Q4 jäänee odotuksista.

*) poislukien satunnainen tuotto THB 114mln/0.44 EPS

***) julkaistuna vasta Q1 ja muunnettu 9 kk

ELITEN SALKKU TOP 10
Viimeisimmät lisäykset salkkuun 2008: THAI, KTC ja STEC
Yhtiöiden historiallinen arvostustaulukko

TCAP 17.8 %	1998	2003	2008
Liikevaihto	5 767 1,48	13 101 1,70	28 000 0,24
Markkina-arvo	8 514	22 263	6 732
Osakehintaa	10,75	16,70	5,05
Oma pääoma	11 222 0,76	19 776 1,13	32 398 0,21
PF 14.1 %			
Liikevaihto	1 855 0,13	4 131 1,81	7 500 0,25
Markkina-arvo	250	7 470	1 859
Osakehintaa	3,20	12,40	2,36
Oma pääoma	-4 134 -0,06	4 121 1,81	6 351 0,29
THAI 8.9 %			
Liikevaihto	105 494 0,62	141 331 0,55	200 000 0,06
Markkina-arvo	65 800	77 089	12 402
Osakehintaa	47,00	45,75	7,30
Oma pääoma	4 410 14,92	54 670 1,41	60 199 0,21
KTC (IPO 02) 7.4 %			
Liikevaihto	1 296 1,01	2 575 3,49	12 000 0,18
Markkina-arvo	1 309	9 000	2 166
Osakehintaa	8,23	36,00	8,4
Oma pääoma	1 555 0,84	4 844 1,86	5 963 0,36
STEC 8.7 %			
Liikevaihto	5 064 0,03	5 533 3,75	14 300 0,12
Markkina-arvo	175	20 768	1 767
Osakehintaa	0,76	20,60	1,49
Oma pääoma	-325 -0,54	3 225 6,44	3 951 0,45
MK 6.3 %			
Liikevaihto	785 0,27	1 692 1,67	2 500 0,50
Markkina-arvo	212	2 817	1 257
Osakehintaa	0,38	4,08	1,45
Oma pääoma	1 549 0,14	3 140 0,90	4 041 0,31
KK 5.7 %			
Liikevaihto	2 679 1,12	6 340 2,51	9 000 0,76
Markkina-arvo	3 000	15 889	6 853
Osakehintaa	12,00	42,25	13,00
Oma pääoma	1 919 1,56	12 866 1,23	18 604 0,37
NOBLE 5.1 %			
Liikevaihto	383 0,52	3 168 2,09	3 000 0,21
Markkina-arvo	201	6 619	630
Osakehintaa	1,01	14,5	1,38
Oma pääoma	713 0,28	2 383 2,78	3 304 0,19
MFEC IPO 03 5.0 %			
Liikevaihto	733 2,86	242 8,67	2 000 0,36
Markkina-arvo	2 100	2 100	719
Osakehintaa	10,5	10,5	3,06
Oma pääoma	415 5,06	415 5,06	609 1,18
MBK 4.3 %			
Liikevaihto	3 384 1,24	4 242 2,38	6 282 1,38
Markkina-arvo	4 200	10 100	8 677
Osakehintaa	21,00	50,5	46,00
Oma pääoma	7 800 0,54	7 597 1,33	10 465 0,83
Liikevaihto yht	127 440	182 357	284 582
Markkina-arvo yht	85 761	174 116	43 062
Oma pääoma yht	25 124	113 036	145 885
M-arvo/liikevaihto	0,67	0,95	0,15
M-arvo/Oma pääoma	3,41	1,54	0,30

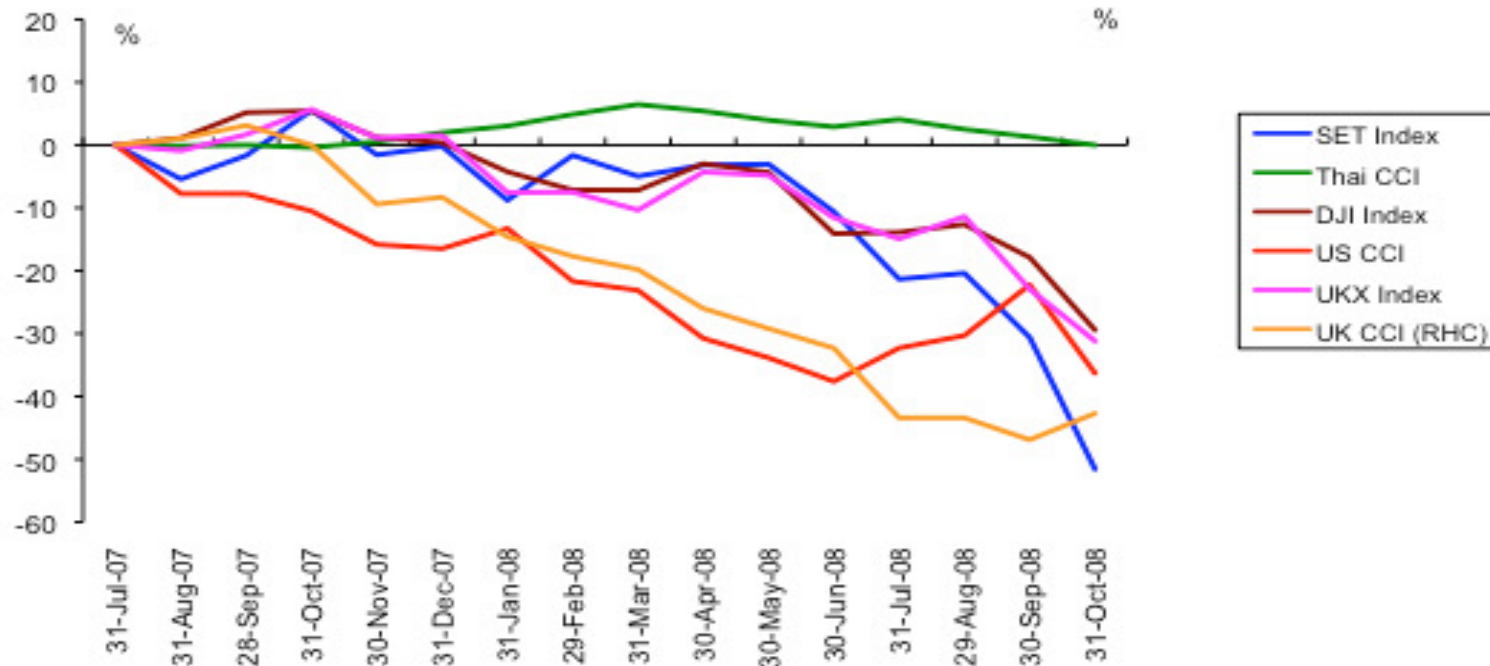
THAIMAAN PÖRSSI - THE WORST LIST > NOUSUPOTENTIALILISTA!

Lista tuotettu ja kommentit by Pyn/Petri.

	Markkina-arvo 01.01.2004	Markkina-arvo 21.11.2008		
TIPL	224425	5 048	-98 %	Mielenkiintoinen sementtifirma, omistaja riidoissa
TTNT	14 191	1 006	-93 %	Kiinteän linjan operaattori, ei toivoa
LALIN	9 075	693	-92 %	Sikahalpa, hyvät tunnuslukemat, mutta ei myyntiä, turvattu
NOBLE	6 619	662	-90 %	2009 ei hyvä, mutta ok. Hyvät ideat, hyvä tavoiteasiakaskunta
STEC	20 768	2 100	-90 %	Riippuvainen julkisista projekteista paljon, mahdollisuus juuri nyt!
CK	27 038	3 008	-89 %	Samaa alaa kuin STEC, mutta sekava tase, vaikea arvostaa
SVOA	3 320	379	-89 %	Pelkästään 33 % omistus vähittäiskauppa IT CITY:stä, omistuksen arvo 500 milj.
KGI	10 501	1 275	-88 %	Osakevälittäjä: kielteistä volyymit ja pitkä aika alan liberalisointi
NWR	2 967	373	-87 %	Outo johto, vaikka tuttu
SC	11 235	1 605	-86 %	En tiedä
SINGER	1 944	278	-86 %	Vois mennä nurin
GOLD	7 433	1 071	-86 %	Hyviä rakennusprojekteja, mutta tuotot tulee hitaasti
PLE	3 787	552	-85 %	Erikoisinsinööriosaamista, mutta managentti so so
KEST	26 296	3 845	-85 %	Osakevälittäjä: kielteistä volyymit ja pitkä aika alan liberalisointi
ITD	51 594	7 968	-85 %	Ulkomailta saatavia, saadaanko?
ZMICO	8 585	1 376	-84 %	Osakevälittäjä: kielteistä volyymit ja pitkä aika alan liberalisointi
SICCO	4 635	753	-84 %	ok
MATCH	1 701	298	-82 %	Mukava. Saneeraus tehty, tulossa ylös ja osinkoja luvassa
THCOM	14 656	2 586	-82 %	Kilpailukyky. Tarvitsee eri maissa julkista tukea
TASCO	6 287	1 159	-82 %	Öljyn hinnanalasku myönteistä asfaltintekijälle
ASP	11 639	2 168	-81 %	Osakevälittäjä: kielteistä volyymit ja pitkä aika alan liberalisointi
THAI	71 400	13 421	-81 %	Halpa, ei voi mennä nurin. Lentokennä pitäisi pitää auki. Öljy!!!
KTC	9 000	1 702	-81 %	Myyty alas. Homma hallussa. Ykkönen luottokorteissa. NPL's ?
TOSI	21 862	4 489	-79 %	Ei toivoa. Mobiilioperaattori nro 3. Kaapeli tv ok
LOXLEY	11 988	2 480	-79 %	Piti päästä rahastamaan Lotolla, mutta taas pitkittyi
SIRI	10 341	2 358	-77 %	Olis kiinnostava asunnonrakentaja, mutta osakelaimennus tulossa
RS	3 605	854	-76 %	Viihdeala ok, mutta ei oma bisnes hallussa
PF	7 470	1 796	-76 %	2009 selviytyjä, hyvä osinko tulossa
AMATA	15 898	3 991	-75 %	Teollisuusalueiden kehittäjä, rakentaako kukaan tehtaita enää?
AIT	2 220	579	-74 %	IT alan toimija ja toimii, vaikka vastavirtaan. Apuna julkiset ostot
KTB	136 390	36 670	-73 %	Valtion omistama pankki, mielenkiintoisen alas mennyt osake
SCIB	50 884	14 684	-71 %	Muut pankit parempia
GMMM	6 340	1 882	-70 %	Sulautuu emoon Grammyyn. Viihdeala kiintoisa
KK	15 900	4 839	-70 %	Autoleasing ja pankkitoiminta. Ei hätää, iso osinko
MK	2 817	858	-70 %	Q3 oli ihan yes ja myös Q4 hoituu.
LH	87 423	27 871	-68 %	Mielenkiintoinen asuntoalan nro ykkönen
MFEC	2 100	695	-67 %	Hyvä johto, hyvä yhtiö. 2009 touhu hidastuu väkisin
CNS	3 190	1 061	-67 %	Osakevälittäjä: kielteistä volyymit ja pitkä aika alan liberalisointi
TISCO	17 377	5 862	-66 %	Mielenkiintoinen

Tämä on lista Thaimaan pörssin heikoiten pärjänneistä osakkeista 2004 lähtien. Tänä aikana sisäpoliittinen tilanne on vaikeuttanut näiden yhtiöiden toimintaedellytyksiä. Listan tarkoitus on tuoda ideoita osakepoimintaan. Listan ulkopuolelle on jätetty tarkoituksellisesti vientiyhtiöt ja vientiin sidoksissa olevat yhtiöt. Myös monet täysin epälikvidit yhtiöt on jätetty pois. Ideana on tarkastella yhtiöitä, jotka ovat voitollisia, mutta joita on rassannut korkea öljyn hinta ja heikko kotimaan kysyntä.

THAIMAA, UK & USA KULUTTAJALUOTTAMUS JA PÖRSSIT HEINÄKUUN 2007 – LOKAKUUN 2008



PARAS ON HUONOIN

THAIMAA KULUTTAJALUOTTAMUS	- 0 %
THAIMAAN PÖRSSI-INDEKSI	-52 %
UK KULUTTAJALUOTTAMUS	-43 %
UK PÖRSSI-INDEKSI	-31 %
USA KULUTTAJALUOTTAMUS	-36 %
USA PÖRSSI-INDEKSI	-29 %

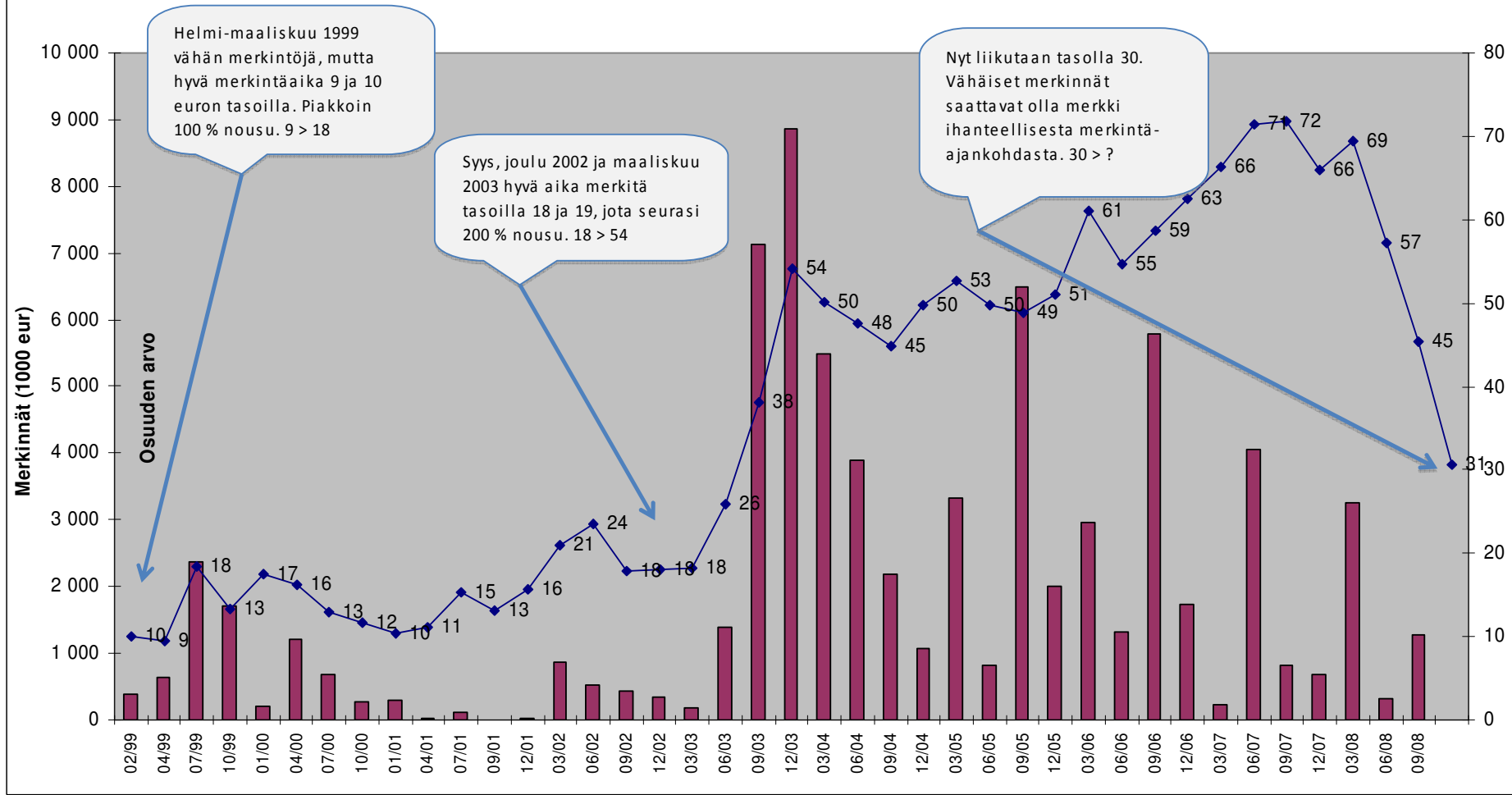
VÄHITEN VELKAANTUNEIN PÖRSSI HEILUU ENITEN

Mrd US	KOTITALOUKSIEN VELAT Q2/2008	BKT	VELKAAN- TUMIS %
UK	2873	2874	100 %
USA	14011	14107	99 %
THAILAND	46	269	17 %

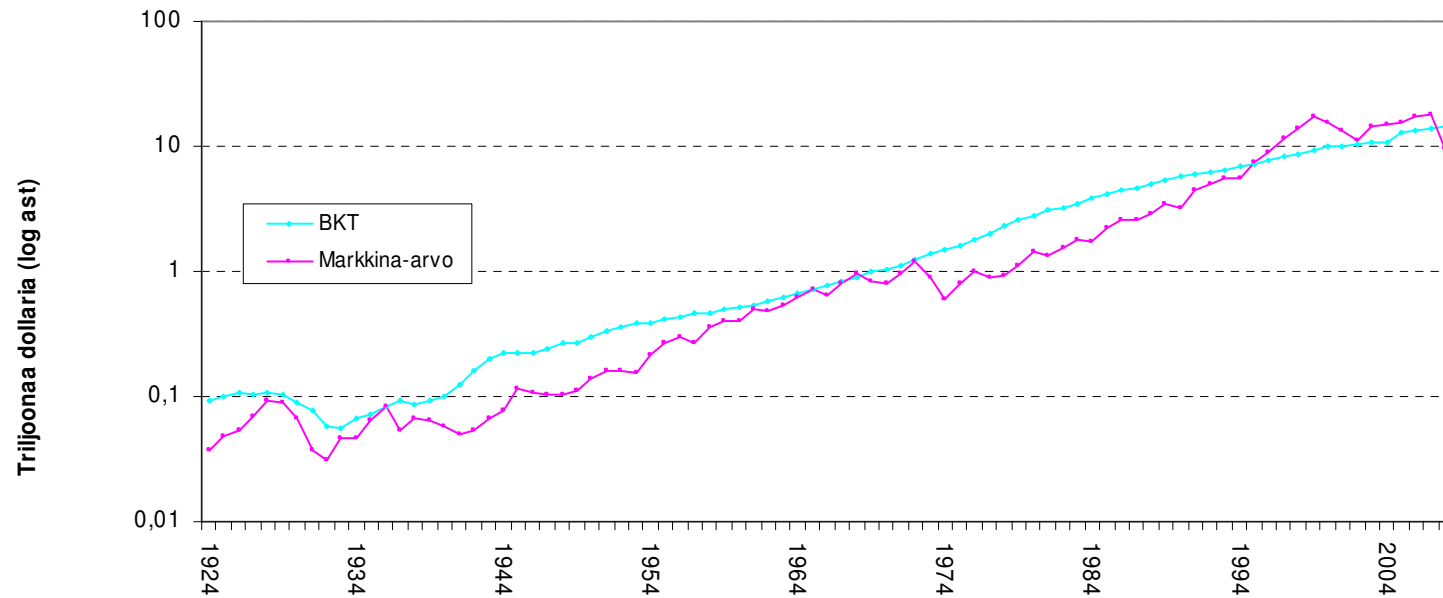
Thaimaan talouskehitys heikkenee, mutta talous ei ole romahtamassa. Viennin heikkenemistä ei voi estää, mutta kokonaistalouden velkaantumattomuus johtaa elvytysvaaraan ja kotimaisen kysynnän nousuun varhemmin kuin velkaantuneiden maiden kulutuksen voi kunnolla uskoa elpyvän. Thaimaan pörssi myydään alas tuplasti rajummin kuin sakkaamassa olevien talouksien pörssit. Tämä tulee ymmärtää ja fundamentaalinen sijoittaja saa ylös tultaessa saman vivun tuottoon, minkä ulkomaalaisten omista likviditeettiongelmista aiheutuvat rajut myynnit nyt aiheuttavat kielteisesti Thaimaan kaltaisille pörssille. Tilanteen voi myös käyttää hyväkseen.

ELITEN MERKINNÄT JA OSUUDEN ARVO 2/99 - 9/08

■ Merkinnät (1000 eur)
◆ Osuuden arvo



USA:N PÖRSSIEN MARKKINA-ARVO/BRUTTOKANSANTUOTE



USA:n pörssien (nyse, nasdaq ja amex) yhtiöiden kokonaismarkkina-arvon ja USA:n talouskasvun välillä luonnollinen korrelaatio. Hyvien pörssisuhdanteiden aikana yhtiöiden arvostus on noussut bkt:n tasolle ja välillä sitä suuremmaksikin sekä pysytellyt 90-luvun puolivälin jälkeen korkeana hyvien suhdanteiden, löyhän likviditeetin ja alhaisen korkotason johdosta. Pahimman yliarvostuksen hetkellä v. 2000 arvo oli 200 % teknokuplan johdosta. 1970-luvun öljykriisin aikaan käytiin tasolla 40 %. Suhteellisen alhaalla oltiin myös 1930-luvun alussa ja toisen maailmansodan aikaan. Nyt joulukuussa 2008 (2.12.2008) lukema saa arvon 68 % ja lukema tulee pysymään useita vuosia alle 100 %.

SUOMI MARATONLISTA YHTIÖIDEN ARVOSTUSTASOISTA/Petri Deryng 6.12.2008

	Liikevaihto 1992	Markkina- arvo 1992	M- Cap/sales 1992	Liikevaihto 2003	Markkina- arvo 7.4.2003	M- Cap/sales 2003	Liikevaihto 2007	Markkina- arvo 5.12.2008	M- Cap/sales 2008
Nokia	3053	672	0,22	30000	67 274	2,24	51058	40257	0,78
Stora-Enso	1724	403	0,23	12800	7 721	0,60	13374	4571	0,34
Finnlines	245	37	0,15	690	372	0,54	685	244	0,36
Instrumentarium (nyk. GE Healthcare)	289	134	0,46	1130	1572	1,39	255	-	-
Rautaruukki	1093	257	0,24	2850	498	0,17	3876	1553	0,40
Outokumpu	2542	420	0,17	5560	1338	0,24	6913	1322	0,19
Finnair	916	78	0,09	1640	288	0,18	2181	566	0,26
Nordea	2743	281	0,10	5600	13044	2,33	6198	13442	2,17
UPM	2286	840	0,37	10500	6052	0,58	10035	5132	0,51
Tietoenator	124	25	0,20	1300	1089	0,84	1772	549	0,31
Raisio	515	70	0,14	840	156	0,19	422	250	0,59
Huhtamäki	1075	537	0,50	2250	830	0,37	2311	533	0,23
Kone	1895	403	0,21	5200	1807	0,35	4079	3624	0,89
Orion	622	453	0,73	1630	921	0,57	684	1551	2,27
Sampo	388	166	0,43	2877	3421	1,19	2189	7292	3,33
Wsoy (nyk. Sanoma)	108	100	0,93	2360	1482	0,63	2926	1549	0,53
Kesko	4477	553	0,12	6500	1109	0,17	9534	1865	0,19
Tamfelt	70	42	0,60	126	201	1,60	168	170	1,01
Amer	1176	235	0,20	1100	714	0,65	1652	386	0,23
TeliaSonera				8809	14259	1,62	2915	14369	4,93
Elisa				1563	888	0,57	1568	1777	1,13
Elcoteq				1862	380	0,20	4043	45	0,01
F-Secure				38	99	2,61	97	318	3,28
Comptel				49	81	1,65	82	86	1,05
Keski-arvo			0,31			0,89			1,09

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.

Kommentit joulukuu 2008

Ilman 5 uutta yhtiötä vertailukelpoiset lukemat ovat 1992: 0,31, 2003: 0,78 ja joulukuu 2008: 0,81.

Eli kokonaishinnoittelussa aletaan olla vuoden 2003 tasoilla nyt. Tosin monet yksittäiset yhtiöt saavat historiallisesti hyvin alhaisia arvostuksia kuten: Outokumpu 0,19, Tietoenator 0,31, Huhtamäki 0,23, Sanoma Wsoy 0,53 ja Amer 0,23.

Pankki/finanssialan korkeat arvostukset yllättävät minut: Nordea 2,17 ja Sampo 3,33, samoin Teliasoneran ja Elisan bisneksiä arvostetaan, vaikka taitaa olla suurin osa taseiden teknisistä laitteista siroteltu ympäri maita ja metsiä.

Nokian bisneksen arvostus laskenut hurjasti viidessä vuodessa erityisesti samaan aikaan kun operaattorien on noussut.

*) nämä ovat vanhoja alkuperäiskommentteja vuodelta 2003