

Hyvä Asiakas

SIJOITTAJAKIRJE 1/2009

Rahastojen arvot ovat tulleet alas viimeiset 12 kk: ELITE –50 % ja POPULUS –60 %. Pyydän anteeksi asiakasvarojen menetyksiä. Mielestäni minun olisi pitänyt paremmin huomioida kuinka USA:n odotettavissa ollut taantuma voi romahduttaa myös Aasian pörssimarkkinat. Lasku on tapahtunut ja sen rajuus on yllättänyt. Elitessä on syöty osittain aiemmin tehtyjä tuottoja ja Populuksessa ollaan runsaasti alle rahaston alkuarvon. Myönteistä: Markkinoihin on syntynyt pikkuhiljaa tuntuma ja maailman tapahtumat alkavat saamaan suhteellisuudentajun, mikä syksyllä oli täysin kateissa. Eliten salkusta 100 % ja Populuksen salkusta 40 % on Thai-osakkeita. Thaimaan SET-indeksi on 420 pistettä. Oma skaalani Thaimaan pörssimarkkinalle on -15 % - +150 % tästä päivästä 2 vuotta eteenpäin.

Otin 2 vuoden bullet-luoton ja merkitsin Eliteä velkarahalla 30.9.2008 perustuen omistamiemme yhtiöiden poskettomiin arvostuksiin suhteessa Thaimaan kotimarkkinayritysten tulostilanteeseen. Eliten osuuden arvo: 30.9.2008 45 euroa, 31.12.2008 31 euroa. Nyt 33 euroa. Itse en saanut alhaisinta arvoa kiinni, mutta uskon, että Eliten lisäsiirtoista harkitsevalle vuosien 2007–2011 alhaisin osuuden arvo jällempäin katsottuna tulee olemaan joku näistä neljästä merkintähetkestä: 31.12.2008, 31.3.2009, 30.6.2009 tai 30.9.2009.

Thaimaan taloudella on elvytysvaraa ja makrotalous ei romahda, koska se ei ole velkaantunut, vaikka juuri nyt todistamme maailmantalouden väistämättömiä seurannaisvaikutuksia jokaisen maan talouteen.

FAKTOJA/THAIMAA

	Aasian kriisi	Nyt
THAIMAAN PANKKIEN LAINANANTO/TALLETUKSET	138 %	93 %
YRITYSTEN VELAT/OMA PÄÄOMA	4,6	0,8
MAAN ULKOINEN VELKA (mrd. USD)	109	64
ULKOINEN VELKA/BKT	73 %	28 %

Ohessa tuoreita tietoja Eliten ja Populuksen keskeisistä sijoituksista sekä tietoja markkinoista ja odotuksistamme.

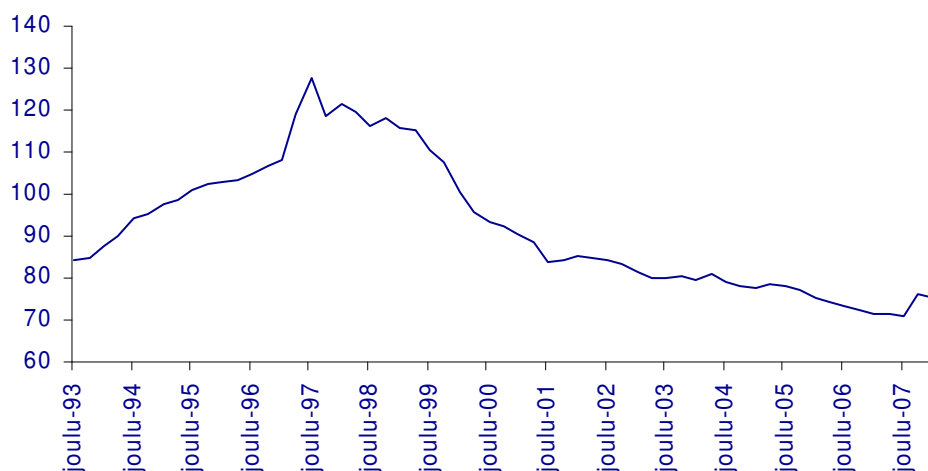
ERIKOISSIJOITUSRAHASTO ELITEN MERKINTÄ 31.3.2009

Ystävällisesti

ERIKOISSIJOITUSRAHASTO ELITE

Petri Deryng
salkunhoitaja

THAIMAA: MAAN KOKONAISVELAT SUHTEESSA BKT:hen



Kotimaisen kysynnän elvytysvaraa on paljon ilman suurta riskiä. Ulkoinen velka on vain 27 %/BKT ja säästämisaste on ollut korkea jo vuosia.

USA: MAAN KOKONAISVELAT SUHTEESSA BKT:hen

Figure 6

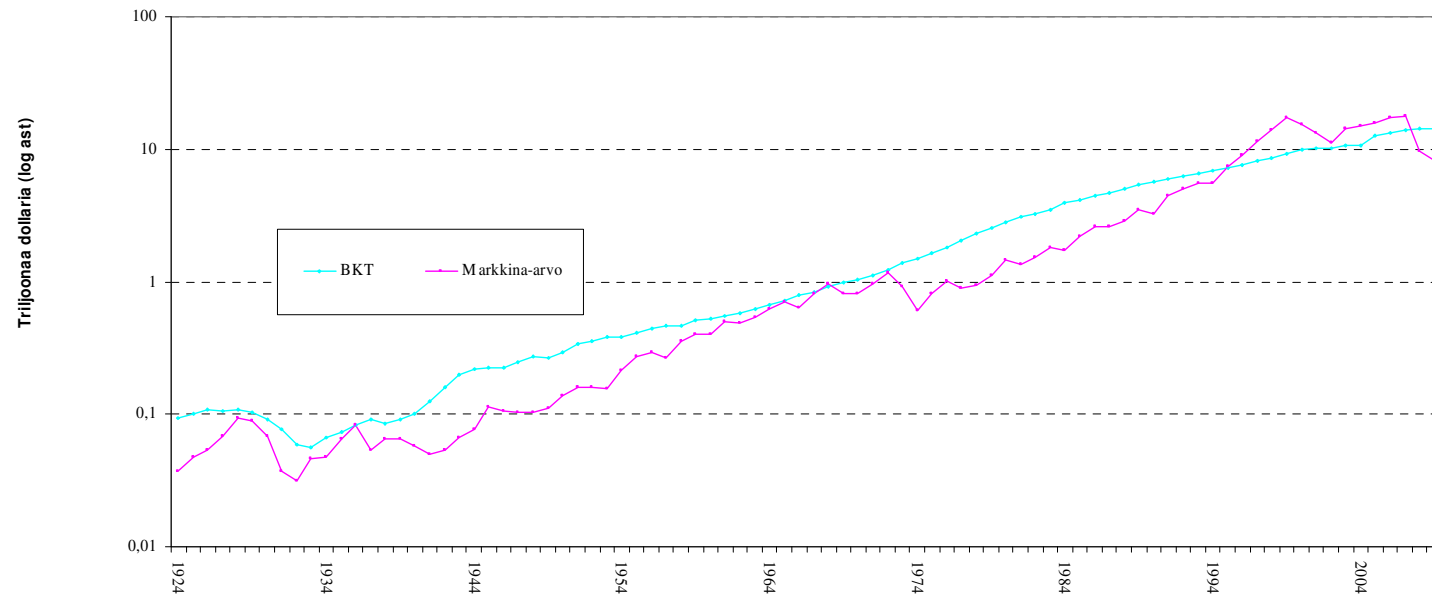
US total debt to GDP ratio



Source: Federal Reserve, CLSA Asia-Pacific Markets

On pakko ryhtyä säästämään ja säästämisasteen nousu johtaa kulutuksen rajalliseen kasvuun monien vuosien ajaksi.

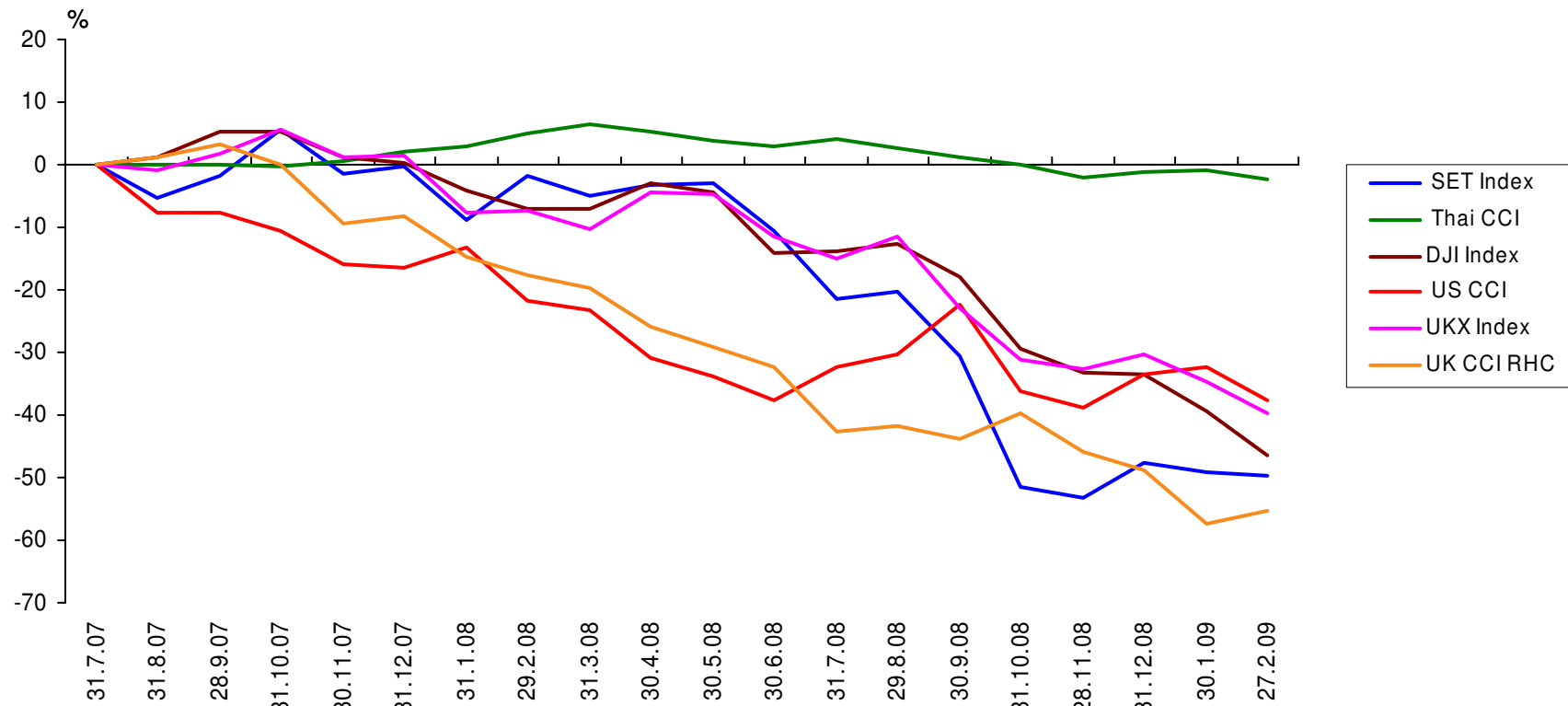
USA:N PÖRSSIEN MARKKINA-ARVO/BRUTTOKANSANTUOTE



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. Joulukuussa 2008 (2.12.2008) lukema sai arvon 68 % ja maaliskuun (9.3.2009) lukema on 57 %. Lukema tulee pysymään useita vuosia alle 100 %.

© Steven H Johnson/Simcivic.org & Pyn Rahastoyhtiö Oy/Petri Deryng

THAIMAA, UK & USA KULUTTAJALUOTTAMUS JA PÖRSSIT HEINÄKUU 2007 – HELMIKUU 2009



PARAS ON HUONAIN

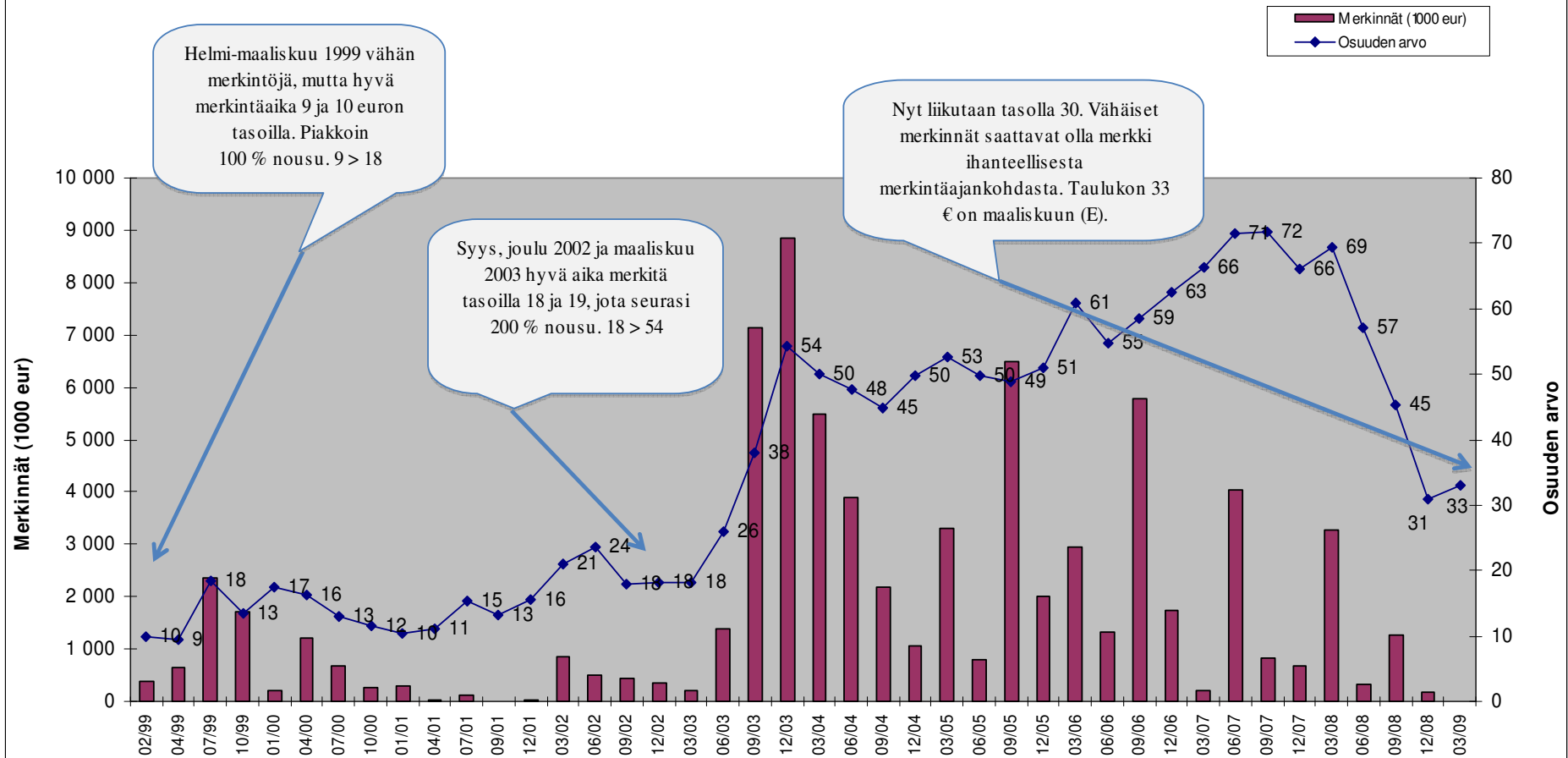
THAIMAA KULUTTAJALUOTTAMUS	- 2%
THAIMAAN PÖRSSI-INDEKSI	-50%
UK KULUTTAJALUOTTAMUS	-55 %
UK PÖRSSI-INDEKSI	-40 %
USA KULUTTAJALUOTTAMUS	-38 %
USA PÖRSSI-INDEKSI	-47 %

VÄHITEN VELKAANTUNEEN MAAN PÖRSSI HEILUU ENITEN

Mrd US	KOTITALOUKSIEN VELAT Q2/2008	BKT	VELKAANTUMIS %
UK	2 873	2 874	100 %
USA	14 011	14 107	99 %
THAIMAA	46	269	17 %

Thaimaan talouskehitys heikkenee, mutta talous ei ole romahtamassa. Viennin heikkenemistä ei voi estää, mutta kokonaistalouden velkaantumattomuus johtaa elvytysvaraana ja kotimaisen kysynnän nousuun varhemmin kuin velkaantuneiden maiden kulutuksen voi kunnolla uskoa elyvän. Thaimaan pörssi on myyty alas rajummin kuin velkaongelmaisten talouksien pörssit. Tämä tulee ymmärtää ja fundamentaalinen sijoittaja saa ylös tultaessa saman vivun tuottoon, minkä ulkomaalaisten omista likviditeettiongelmista aiheutuneet rajut myynnit ovat aiheuttaneet Thaimaan kaltaisille pörssille. Tilanteen voi myös käyttää hyväkseen.

Eliten merkinnät ja osuuden arvo 2/99 - 3/09



TOP 50 RANKING - FUNDS BY MORNINGSTAR ELITE FUND RANKING 36
Total 6671 funds (1418 have 10 years record)

5.3.2009

	Fund	10 YEAR Total Return (%)
1	East Capital Russia Fund	1001,9
2	HQ Rysslandsfond Inc	726,4
3	Baring Russia Capitalisation Share	651,6
4	Parvest China C Acc EUR	637,1
5	MIGFX Inc Institutional	603,9
6	Alfred Berg Russia Inc	525,8
7	ODIN Maritim EUR	457,8
8	FIM Russia Acc	405,5
9	BlackRock Global Funds - World Gold A2 EUR	394,2
10	Superfund Q-AG	384,1
11	JPM Russia A (dist) - USD	372,5
12	BlackRock Global Funds - World Gold A2 USD	367,0
13	F&C Russian Investment Company	366,0
14	BlackRock Global Funds - World Gold E2 USD	344,5
15	Kinkopf Capital Management LLC	338,5
16	INVESCO PRC Equity Fund A Inc	323,4
17	Baring Hong Kong China Fund USD Inc	321,2
18	BGF World Mining A2 EUR	320,3
19	BlackRock Global Funds - World Gold Q2 USD	317,9
20	CAAM Funds Greater China I Acc	315,9
21	BlackRock Global Funds - World Mining A2 USD	315,3
22	Gartmore SICAV Latin American Fund I Acc	300,2
23	HSBC GIF Indian Equity I Acc	298,6
24	BlackRock Global Funds - World Mining E2 USD	296,1
25	CAAM Funds Greater China C Acc	294,6
26	Gartmore SICAV Latin American Fund A Acc	292,4
27	Gartmore SICAV Latin American Fund B Acc	284,7
28	Hansa Russian Equity Fund A Acc	276,9
29	Man AHL Diversified Plc Acc	276,4
30	CAAM Funds Latin America Equities C Inc	272,7
31	CAAM Funds Latin America Equities C Inc	272,6
32	HSBC GIF Indian Eq A Inc EUR	268,4
33	HSBC GIF Chinese - Equity A Inc	257,6
34	JGF - Jupiter India	255,7
35	Dexia Eqs B Red Chips C Acc	251,5
36	PYN Elite	248,3
37	BlackRock Global Funds - Latin American A2 USD	240,0
38	BGF Latin American A2 EUR	239,8
39	BlackRock Global Funds - Latin American A4DS GBP	237,8
40	Swedbank Robur Rysslandsfond Inc EUR	225,0
41	JF China A (dist) - USD	221,4
42	Schroder ISF Greater China I Acc	221,2
43	Man AHL Diversified Markets EU Acc	215,7
44	ING (L) Invest Latin America P Acc	214,6
45	ING (L) Invest Latin America P Inc	213,0
46	Schroder ISF Latin American I Acc	210,4
47	Schroder ISF Latin American I EUR Acc	210,3
48	ING (L) Invest Latin America X Acc	203,8
49	Schroder ISF Hong Kong Equity I Acc	197,9
50	BankInv.Latinamerika Akt. Inc	197,2
all	average	24,1

ELITE TOP HOLDINGS
New additions to portfolio in 2008: THAI KTC; 2009: ERAWAN MCOT

	1998		2003		2008 *	
PF 15.5%						
Revenue	1 855	0,13	4 131	1,81	7 618	0,23
Market Cap	250		7 470		1 764	
Share price	3,20		12,40		2,24	
Equity	-4 134	-0,06	4 121	1,81	6 703	0,26
THAI 15.3%						
Revenue	105 494	0,62	141 331	0,55	200 118	0,06
Market Cap	65 800		77 089		11 553	
Share price	47,00		45,75		6,80	
Equity	4 410	14,92	54 670	1,41	45 882	0,25
MK 8.9%						
Revenue	785	0,27	1 692	1,67	2 158	0,49
Market Cap	212		2 817		1 057	
Share price	0,38		4,08		1,22	
Equity	1 549	0,14	3 140	0,90	4 307	0,25
KTC (IPO 02) 8.7%						
Revenue	1 296	1,01	2 575	3,49	11 681	0,16
Market Cap	1 309		9 000		1 921	
Share price	8,23		36,00		7,45	
Equity	1 555	0,84	4 844	1,86	6 165	0,31
ERAWAN 8.4%						
Revenue	2 225	0,17	2 468	1,76	3 376	0,88
Market Cap	373		4 348		2 986	
Share price	0,49		2,40		1,33	
Equity	3 046	0,12	3 890	1,12	3 758	0,79
NOBLE 7.3%						
Revenue	383	0,52	3 168	2,09	2 352	0,35
Market Cap	201		6 619		826	
Share price	1,01		14,50		1,81	
Equity	713	0,28	2 383	2,78	3 500	0,24
MFEC (IPO 2003) 6.9%						
Revenue	N.A.		242	8,67	2 445	0,37
Market Cap	N.A.		2 100		902	
Share price	N.A.		10,50		3,84	
Equity	N.A.		415	5,06	721	1,25
KK 6.7%						
Revenue	2 679	1,12	6 340	2,51	9 509	0,55
Market Cap	3 000		15 889		5 232	
Share price	12,00		42,25		10,00	
Equity	1 919	1,56	12 866	1,23	17 168	0,30
MCOT (IPO 2004) 6.1%						
Revenue	N.A.		2 406		4 225	1,94
Market Cap	N.A.		15 254		8 176	
Share price	N.A.		22		11,90	
Equity	N.A.		4 130		7 198	1,14
AIT (IPO 2003) 3.9%						
Revenue	N.A.		1 710	1,30	3 191	0,26
Market Cap	N.A.		2 220		840	
Share price	N.A.		37,00		14,00	
Equity	N.A.		582	3,81	874	0,96
Sales total	114 717		163 658		246 673	
M-cap total	71 145		127 552		35 257	
Equity total	9 058		86 910		96 276	
M-cap/sales	0,62		0,78		0,14	
M-cap/equity	7,85		1,47		0,37	

* Revenue and equity are the latest available figures

* Share price and market cap figures are from March 9th, 2009

ELITE FUND

Cumulative Performance Elite Fund since inception

	2/1999	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	9.3.2009	Cumul. %
ELITE NAV	10	17,19	10,58	15,66	18,13	54,18	49,59	51,05	62,55	66,01	31,12	33,16	
%		72	-38	48	16	199	-8	3	23	6	-53	7	232
SET Index **	363	482	269	304	356	772	668	714	680	858	450	411	
%		33	-44	13	17	117	-13	7	-5	26	-48	-9	13
Euro/Baht	41,5	37,7	40,2	39,0	45,2	50,0	53,2	48,4	47,3	49,1	48,5	45,7	
%		9	-6	3	-16	-11	-6	9	2	-4	1	6	-10
Index+currency %		42	-51	16	1	106	-20	16	-2	22	-46	-3	3
ELITE better/worse %		30	12	32	15	93	11	-13	25	-17	-7	9	228

** SET excl. dividends

THAI AIRWAYS 15,3 %

M-ARVO 12 MRD. – TAVOITE M-ARVO 45 MRD.

	1998		2003		2008	
Liikevaihto *	105 494	0,62	141 331	0,55	200 118	0,06
Markkina-arvo	65 800		77 089		11 553	
Osakkeen hinta	47,00		45,75		6,80	
Oma pääoma **	4 410	14,92	54 670	1,41	45 882	0,25

Sekä lentoyhtiö THAI että hotelliryhmä ERAWAN on hankittu salkkuun osittain samoin perustein. Thaimaan turistisektorilla on vahvat pitkän aikavälin kasvunäkymät ja sen lisäksi lyhyellä aikavälillä sektori tulee pärjäämään suhteellisesti ottaen kohtalaisesti. Thaimaan turistipalvelut ovat hintaluokaltaan hyvin kilpailukykyiset, millä on merkitystä erityisesti nyt kun asiakkaat miettivät, missä lomakohteissa saa rahoilleen eniten vastinetta. Sijoittamista näihin yhtiöihin ja tähän toimialaan houkuttelee juuri nyt myös syntynyt poikkeustilanne. Thaimaan turistisektori otti pohjakosketuksen Q4/2008 aikana koska Bangkokin lentokenttä meni kiinni mielenosoittajien toimien seurauksena. Vuodelle 2009 ja etenkin alkuvuosipuoliskolle 2009 voi ennustaa nopeassa tahdissa heikkeneviä suhdanteita vienti-, pankki- ja tuotantosektoreille ja samaan aikaan tiedostaa, että Thaimaan turistisektori on elpymässä Q4/2008 katastrofista. Perinteisesti koko toimiala on ollut hyvin kannattava kasvuala Thaimaan pörssissä ja toimialan yritykset ovat saaneet korkeita arvostuksia.

Thai Airwaysin osake on ollut laajasti omistettu SET-listan blue chip -osake. Osake on treidannut 1.4 x osakkeen kirja-arvon. **Vuoden 2008 aikana yhtiön markkina-arvo romahti tasolta 70 miljardia bahtia tasolle 12 miljardia bahtia.** Nyt osake treidaa tasolla 0.25 m-arvo/tasearvo ja 0.06 m-arvo/myynti. Syynä tähän on öljyn raju hinnannousu 2008, mikä nosti yhtiön vuotuisen polttoainekululaskun 60 miljardista 89 miljardiin bahtiin. Lisäksi Bangkokin lentokenttä meni väliaikaisesti kiinni ja yhtiö teki vuonna 2008 ensimmäisen tappion 45 vuoteen ja tappio oli merkittävä. Nyt yhtiön markkina-arvo on 12 miljardia bahtia, liikevaihto 200 miljardia. Omat pääomat 45 miljardia. Yhtiöllä on edellytykset normaalisti tuottaa 5 -10 miljardin bahtin nettotulos.

Yhtiö on huonosti johdettu ja sillä on paljon liikkeenjohtamispetrausvaraa ja kustannussäästövaraa, vaikka nykyisinkin menetelmin on aina aiemmin pystytty tuottamaan voittoa. Kriisitoinenpöytä on nyt ryhdytty ja sen lisäksi yhtiö saa huhtikuussa uuden toimitusjohtajan, rahoitusjohtajan ja hallituksen puheenjohtajan. THAI:n 20 miljardin poistot vuosittain kattavat hyvin sen 5 miljardin korkokulut, vaikka velkaa on kertynyt paljon. Toisaalta taseessa on vastuiden toisella puolen paljon omaisuutta: lentokoneet, maa-alueet ja rakennukset. Valtio on pääomistaja ja yhtiö ei tule menemään nurin.

Tavoittelen 40–45 miljardin markkina-arvoa yhtiölle, kun se ylipäättään taas tuottaa voittoa. Yhtiön määräaikainen toimitusjohtaja väitti tällä viikolla lehtihaastattelussa, että yhtiön tammikuu oli jo plussalla, mutta tähän pitää suhtautua varauksellisesti. 2009 tulee olemaan haastava muutosvuosi, mutta ainakin öljyn kustannussäästöt ovat huikeat, arviolta yli 25 miljardia bahtia (60 USD keskihinnalla/tyunnyri). Yhtiöllä on tällä hetkellä vain lyhytaikaisia hedging-sopimuksia öljyn ostojen suhteen ja nekin pieniä eli niistä ei ole olennaisia rasitteita vuodelle 2009. Yhtiöstä ei saada osinkoa vuodelta 2008, mutta tilanne on kutkuttava ja aistin, että on paikka ostaa osaketta näillä tasoilla, kun on aikaa odottaa myönteisiä tapahtumia tulevaisuudessa. Vuoden 2009 liikevaihto on puristuksissa, mutta tammi- ja helmikuun koneiden käyttöastelukemat ovat olleet lupavia, tammikuu 75 % ja helmikuu 78 %. **Kassavirtabisnestä.**

PROPERTY PERFECT 15,5 %

M-ARVO 1,7 MRD. – TAVOITE M-ARVO 5 MRD.

	1998		2003		2008	
Liikevaihto *	1 855	0,13	4 131	1,81	7 618	0,23
Markkina-arvo	250		7 470		1 764	
Osakkeen hinta	3,20		12,40		2,24	
Oma pääoma **	-4 134	-0,06	4 121	1,81	6 703	0,26

Thaimaan pörssin asunnonrakentajat ostavat maata, suunnittelevat asuintaloja ja myyvät **asunnot** loppukäyttäjille hyvällä **35–45 % käyttökatteella**. Kaikki toimivat noin 30 km säteellä Bangkokin keskustasta. Ura-kointiliikkeet tekevät tarjouksia asunnonrakentajille ja ne rakentavat asunnot pienellä katteella. Muuttovirran ja syntyvyyden kautta Suur-Bangkokin alueen kotitalouksien määrä lisääntyy n. 3 % vuodessa eli 90 000 uutta taloutta/vuosi. Viimeiset 4 vuotta (2005–2008) ovat olleet vaisuja asuntomarkkinoilla. Vuosittain uusia asuntoja valmistuu vain 70 000 – 78 000 kpl/vuosi, mutta yhtiöt ovat tehneet näinä vuosina kohtuuhyviä tuloksia. Vauhtivuosina 1994–1996 asuntoja valmistui 180 000 kpl/vuosi. Vuoden 2009 asuntokauppaan vaikuttavat myönteisesti alhaiset korot, uusi hyvä hallitus ja hallituksen uudet helmikuussa säädetyt verohelpotukset asunnonhankkijoille. Kielteisesti vaikuttavat työttömyyden lisääntyminen, pankkien tiukka lainananto ja vientiyriyten huonot uutiset sekä sen kielteinen vaikutus yleiseen talouskasvuun. Yleisesti ottaen Bangkokin asuntorakentajayhtiöiden bisnes on selkeää ja tuottavaa toimintaa ja toimialalla on terve rakenne. Toimiala ei ole ylivelkaantunut ja sillä on hyvät pitkän tähtäimen näkymät. Tulokset ovat pienentyneet enemmän liikevaihdon kasvun ja laskun myötä kuin kannattavuuden ja kateprosenttien muutoksien myötä.

PF:n tulos vuodelta 2008 on 800 miljoonaa bahtia, liikevaihto 7,6 miljardia bahtia, osinko 0,36 bahtia. **Osakkeen osinkotuotto 16 %**. **Markkina-arvo 1,7 miljardia, omat pääomat 6,7 miljardia**.

PF rakentaa ja myy omakotitaloja, townhouseja sekä kerrostaloasuntoja. Yhtiön tyyli on hieman juntihko. Yhteensä PF:llä on noin 14 projektia aktiivisina, joista osa on aiempien lanseerausten jatko-osia. PF ostaa isoja maa-alueita ja maata on taseessa hyvään hankintahintaan. Uskon, että PF:n myynti ja tulos laskevat jonkin verran tänä vuonna, mutta tappiolliseksi yhtiö ei muutu eli omaa pääomaa karttuu lisää ja arvostuskuilu kasvaa, jos osake ei liiku ylöspäin. Yhtiö on myynyt osan yhdestä taseessa olevasta maa-alueestaan Thai Chamber of Commerce yliopistolle. PF tekee parhaillaan maa-alueen tie- ja viemäröintitöitä ja näiden valmistuttua kauppa kirjautuu PF:n tulokseen kesällä 2009, kaupan suuruus on noin 1 miljardia bahtia ja siitä tuloutuu 200 miljoonan bahtin voitto. Sen lisäksi PF pystyy jatkossa rakentamaan lähellä oleville sen omistukseen jääville maille asuntoja yliopiston tarpeita varten.

MK DEVELOPMENT 8,9 %

M -ARVO 1 MRD. – TAVOITE M-ARVO 3 MRD.

	1998		2003		2008	
Liikevaihto *	785	0,27	1 692	1,67	2 158	0,49
Markkina-arvo	212		2 817		1 057	
Osakkeen hinta	0,38		4,08		1,22	
Oma pääoma **	1 549	0,14	3 140	0,90	4 307	0,25

Asuntojen rakentaja MK. Omat pääomat 4,3 miljardia bahtia. 2008 vuoden liikevaihto 2,2 miljardia bahtia, tulos 404 miljoonaa bahtia. Osake 1,22, osinko 0,15. Osinkotuotto 12 %. Perheyhtiö. Rauhallinen. **Yhtiö aloitti** tammikuussa 2009 **omien osakkeiden ostamisen** yhtiöön, koska perheenjäsenet pitävät yhtiön arvostusta liian alhaisena. Olen samaa mieltä. Vuoden 2009 alkupuolisko menee varmaan hyvin sisälläolevien myyntien johdosta, epävarmuutta koko vuoden myynnin- ja tuloksenkehitykselle.

KRUNG THAI CARD 8,7 %**M-ARVO 1,9 MRD. – TAVOITE M-ARVO 6 MRD.**

	1998		2003		2008	
Liikevaihto *	1 296	1,01	2 575	3,49	11 681	0,16
Markkina-arvo	1 309		9 000		1 921	
Osakkeen hinta	8,23		36,00		7,45	
Oma pääoma **	1 555	0,84	4 844	1,86	6 165	0,31

Maan johtava luottokorttiyhtiö. Hyvä management, hyvä imago, hyvät kasvunäkymät, tasainen tuloksentekijä. Joustava kulubudjetointi ja budjetin käyttö. Markkinointipanostus hitaaseen tai nopeaan kasvuun ja reagointi tilanteen mukaan. Yhtiö teki 2008 saman tuloksen kuin 2007: 520 miljoonaa bahtia. 2008 lisäprovisioinnit söivät hieman tulosta ja luottokorttiyhtiö Visan listautumisesta satunnainen extratuotto. 1,6 miljoonaa korttia ulkona ja kasvua keskiluokkaistuvissa bangkokilaisissa. Ulkomaalaiset sijoittajat ilmeisesti pelkäävät yhtiön oman rahoituksen vaikeutuvan olennaisesti, koska yhtiön markkina-arvo romahti 2008 vuoden aikana 8 miljardista bahtista 2 miljardiin bahtiin. Osinkoilmoitus saamatta, odotamme 1 bahtia, **osinkotuotto 13 %**.

Osake on ollut Thaimaan blue chip oman sektorin **markkinajohtajana** ja treidannut vuosia 1.3 kertoimella osakkeen tase-arvoon nähden. Nyt treidaa 0.3 kertoimella tase-arvoon nähden. Luottokortteja eivät ole voineet saada lainkaan alimman palkkaluokan tehdastyöläiset, joita nyt uhkaa työttömyys, kun tuotantosektori ja vienti ovat laskussa. Sen sijaan luottokorttien käyttäjät edustavat keski- ja ylempiluokkaisia thaimaalaisia, joiden perheillä on yhteensä 7 triljoonaa bahtia käteistä pankkitalletuksissa. KTC:n fokus on vuonna 2009 toki maksuhäiriöiden seurannassa eikä markkinoinnissa ja on aivan selvää, että maksuhäiriöt lisääntyvät, mutta silti mitään hälyttävää ei ole näköpiirissä sen osalta. Uskon, että osake on laskenut liikaa johtuen finanssisektorin huonosta maailmanlaajuisesta sentimentistä.

ERAWAN GROUP 8,4 %**M-ARVO 2,9 MRD. – TAVOITE M-ARVO 6 MRD.**

	1998		2003		2008	
Liikevaihto *	2 225	0,17	2 468	1,76	3 376	0,88
Markkina-arvo	373		4 348		2 986	
Osakkeen hinta	0,49		2,40		1,33	
Oma pääoma **	3 046	0,12	3 890	1,12	3 758	0,79

Osake tuli vuodessa 4,50 tasolta tasolle 1,20. Yhtiön markkina-arvo suli 10 miljardista 3 miljardiin. Yhtiöllä on menossa investointivaihe, joka tulee päätökseen kesällä 2009. Vuonna 2008 yhtiö lisäsi viisi uutta hotellia, joista neljä oli kevyemmän investoinnin Ibis hotelleja ja yksi premiumhotelli Six Senses Phuket. Yhtiöllä on kaksi lippulaivaa Grand Hyatt Erawan ja JW Marriott -hotellit Bangkokissa. Molemmat nämä hotellit ovat yhtiön taseessa reippaasti alle markkina-arvojen, koska niistä on tehty poistoja paljon vuosien varrella. **Grand Hyatt Erawanin tase-arvo on 1,5 miljardia bahtia ja toimialan arvioijat antavat sille nykyarvon jopa yli 4 miljardia bahtia.** Ja jos se olisi kaupan, niin ottajia olisi varmasti.

Yhtiöllä on hyvä managementti, selvä fokus ja hyvä ammattitaito hotellibisneksessä. Kaikki hotellit annetaan kansainvälisten operoijien alle ja bisnesdiilit saadaan kilpailutettua eri ketjujen kesken. Vuonna 2007 lanseerattu Marriott courtyard on mennyt oikein hyvin ja itse odotan paljon Holiday Inn Pattayalta, joka valmistuu kesällä 2009. Mielestäni se sopii hyvin nykyisen tarjonnan joukkoon Pattayalle. Jokaisen uuden hotellin sisäänajo rasittaa aina välitöntä tuloksentekoa ja viiden uuden hotellin sisäänajo lisäsi kertakuluja vuoden 2008

aikana melko paljon ja tietty lentokentän sulkeminen romahdutti bisneksen marraskuun lopulta lähtien, josta ollaan nyt palaamassa ylöspäin.

Yhtiön EBITDA vuonna 2008 1 miljardia bahtia. 2009 odotukseni on 1,4 miljardia (+40 %) Ja 2010 1,8 miljardia (+30 %). 2008 vuoden tulos oli heikko 80 miljoonaa bahtia, mutta plussalla kuitenkin. 2009 tulos paranee kasvavan EBITDA:n myötä, mutta myös poistot kasvavat ja korkokulut kasvavat. 2010 yhtiö pääsee kasvaneen EBITDA:n myötä 500 miljoonan bahtin tulosvauhtiin ja siitä ylöspäin jatkossa.

Kun osake alkuvuodesta laski 1,20 tasolle, analysoimme nopeasti riskitason yhtiön mahdollisille lisäongelmille ja päädyimme etsimään ostoblokkia yhtiön osakkeista. Pari neuvottelua veti vesiperän kun myyjät eivät halunnetkaan liikkua, mutta lopulta löysimme singaporelaisen rahaston, joka oli valmis myymään viimeiset rippeet Thaiomistuksistaan, koska rahastolla on ollut paljon lunastuksia. Ostimme 105 miljoonan osakkeen erän hintaan 1,20 bahtia mikä vastaa 5 % yhtiön omistuksesta. Jaoimme osakkeet molempiin rahastoihin. Turistivirtojen elpymisvauhti on ollut lupaava ja vastaavasti ne ovat elpyneet aiemminkin lintuinfluenssien, valankaappausten ja tsunamien jälkeen.

Pidän downside tällä hetkellä varsin pienenä osakkeen lisäluisulle ja tuloksen paranemista 2009 hyvinkin ennustettavana vuoteen 2008 nähden, vaikka maailmantalouden negatiivinen kehitys hillitsee turistivirtoja. Thaimaan turismille kasvavia asiakasmääriä mm. Kiinasta, Intiasta, Lähi-idästä ja Venäjältä. Kassavirtabisnestä.

NOBLE DEVELOPMENT 7,3 %

M-ARVO 826 MILJ. – TAVOITE M-ARVO 4 MRD.

	1998		2003		2008	
Liikevaihto *	383	0,52	3 168	2,09	2 352	0,35
Markkina-arvo	201		6 619		826	
Osakkeen hinta	1,01		14,50		1,81	
Oma pääoma **	713	0,28	2 383	2,78	3 500	0,24

Asunnonrakentaja. **Yhtiöllä on moderni kohderyhmänsä tunteva managementti.** Tekee 2,5 miljardin bahtin liikevaihdolla 250–400 miljoonan nettotulosta. 2008 vuoden tulos 348 miljoonaa. Noblen omat pääomat 3,5 miljardia bahtia. Vuoden 2009 liikevaihto ja tulos syntyvät pääosin kahden isomman kerrostaloprojektin valmistumisesta (Remix ja Solo) ja niiden asuntojen siirroista asiakkaille. Ennakkoon asiakkaat ovat maksaneet jo 30 % sisään ja menettävät nämä rahansa, jos eivät tee lopullista omistuksen siirtoa. Asuntojen neliöhinnat ovat nousseet ostohetkeestä, joten ei ole syytä epäillä siirtojen onnistumista. Yhtiö lanseerasi 190 asunnon uuden projektin nimeltä Reform 2 viikkoa sitten. Talon kaikki asunnot myytiin loppuun 5 tunnissa ja hintataso oli hyvä, noin 100 000 bahtia/neliö ja projektin käyttökate yli 40 %. Olin itsekin yllätynyt myynnin myönteisestä tilanteesta, kun seurasin sitä paikan päällä. Ainoa negatiivinen kommentti, jonka kuulin oli eräs thaimaalainen tuttu, joka mutisi, että jonotusnumeroiden jako ei ollut täysin oikeudenmukainen. Tämä talo valmistuu 2010 ja tuloutuu Noblille pääosin vasta silloin. 190 asunnon kokonaisarvo oli noin 1 miljardia. Maaliskuussa Noble lanseeraa kerrosrivitalojen “Cube” myynnin. Niiden hinnat ovat 5-10 miljoonaa bahtia/kpl ja minusta ne ovat viihtyisiä ja erittäin hyviä hinta/laatusuhteeltaan ja uskon myös niille olevan kysyntää, vaikkei ihan samaa kuin 5 tunnissa myyty talo, joka sijaitsee erinomaisesti vain noin 50 m Ari skytrain- asemasta.

Osinko-odotus on viime vuoden tuloksesta 20 satangia. Osake 1,81 ja osinkotuotto 12 %. Mielestäni olisi ihan perusteltua, että yhtiö treidaisi yhden suhde yhteen omien pääomiensa kanssa, mutta **nyt** sitä saa pörssistä **0,25** arvolla suhteessa sen omiin pääomiin. **Viisi vuotta sitten markkina-arvo/omat pääomat kerroin oli 2,8**, silloin osake oli 14,50 bahtia. Nyt osake on 1,81 bahtia ja joka vuosi tässä välissä yhtiö on tehnyt tulosta, jakanut osinkoa ja kasvattanut omia pääomia voitoillaan.

MFEC 6,9 %**M -ARVO 902 MILJ. – TAVOITE M-ARVO 2 MRD.**

	1998		2003		2008	
Liikevaihto *	N.A.		242	8,67	2 445	0,37
Markkina-arvo	N.A.		2 100		902	
Osakkeen hinta	N.A.		10,50		3,84	
Oma pääoma **	N.A.		415	5,06	721	1,25

Mfec tuottaa informaatioteknologian vaativia sovelluksia isoille Thaiyhtiöille sekä organisaatioille että valti-onhallinnolle. Tehnyt mm. Bank of Thailandin datan ylläpidon ja käytön sovellukset sekä pankkien mobile banking -ohjelmat ja -ylläpidot. Erinomainen johto, yrittäjävetoinen, hyvin korkeasti koulutettu henkilöstö. Kasvuun orientointunut yhtiö. Osoittanut tuloksenteekokykynsä myös haastavissa tilanteissa. Ehkä meidän salkkuun hieman hinnakas, mutta vuoden 2008 tulos 150 miljoonaa ja mm. erinomainen Q4/2008, **P/E 6 ja 12 % osinkotuotto pitävät meidät omistajina**. Yhtiöllä luotettava tuloksenteekokyky. Mfec sijoituksen laatu tasoittaa salkun riskinottoa turnaround-sijoitusten (kuten THAI airways ja Erawan Group) suhteen. Mfec:llä merkittävä yli 1 miljardin bahtin tilauskanta myös vuodelle 2009 ja noin puolet asiakkaista kotimaisia telealan operaattoreita, joiden bisnes kasvussa myös vuonna 2009.

KIATNAKIN BANK 6,7 %**M -ARVO 5,2 MRD. – TAVOITE M-ARVO 18 MRD.**

	1998		2003		2008	
Liikevaihto *	2 679	1,12	6 340	2,51	9 509	0,55
Markkina-arvo	3 000		15 889		5 232	
Osakkeen hinta	12,00		42,25		10,00	
Oma pääoma **	1 919	1,56	12 866	1,23	17 168	0,30

Hyvä pieni pankki. Omat pääomat 17 miljardia, eikä odotettavissa omien pääomien hävikkiä. Tavoittelemme arvoa, millä pankki treidaisi taas kirja-arvossaan. On aiemmin saanut arvoja yli kirja-arvon. KK pankin konttoriverkosto on pieni ja siinä suhteessa se ei voi kilpailla isojen Thaipankkien vähittäisverkostojen kanssa. KK on hakenut merkittävän markkinaosuuden kannattavasta autoleasingbisneksestä. Piirteenoimaista KK:lle on, että se osti aikoinaan Aasian kriisin jäljiltä huonoilta pankeilta jäänyttä ongelmaluottovakuuksien omaisuutta kertakaupassa ja on viime vuosien varrella myynyt tätä kantaa vähittäismyynnissä kirjaten hyviä tuottoja. Pankki jatkaa peruspankkitoiminnan ohella näitä voittojen kotiutuksia, vaikka juuri nyt se on vaikeampaa ja hitaampaa. **2007 tulos 2,1 miljardia bahtia, 2008 tulos 1,9 miljardia bahtia**. Saimme pankilta puoli-vuosiosingon syksyllä (1 baht) ja nyt saamme lisää 75 satangia. Vuoden 2008 kokonaisosinko siis 1,75 bahtia ja **osinkotuotto 17,5 %**.

Pankin tulos heikkenee varmaankin jonkin verran tänä vuonna, koska omaisuudenmyyntituottoja tulee vähemmän ja luottoprovisioidit kasvavat hieman, mutta tilanne on hallittavissa ja se ei ole kohdistanut bisnestään vientiyritysten rahoitukseen. Thaimaan talouskehitys näyttäisi olevan vuonna 2009 hyvin kaksijakoinen: vientiyrityksesten myynnit ja tulokset tippuvat rajusti, kotimarkkinayritykset ovat defensiivisiä ja joutuvat hyssyttelemään kasvattamatta bisneksiään vuonna 2009. KK voisi joutua hyvinkin jonkun isomman saman alan toimijan kaappauskohteeksi. Myymme mielellämme omistuksemme ja käypä hintahan olisi tuo taseen mukainen.

MCOT 6,1 %**M-ARVO 8,1 MRD. – TAVOITE M-ARVO 15 MRD.**

	1998	2003	2008
Liikevaihto *	N.A.	2 406 6,34	4 225 1,94
Markkina-arvo	N.A.	15 254	8 176
Osakkeen hinta	N.A.	22	11,90
Oma pääoma **	N.A.	4 130 3,69	7 198 1,14

Televisioyhtiö, jonka noin 4 miljardin bahtin liikevaihdosta syntyy vuosittain 1,2 miljardin bahtin nettovoitto. Siis noin **30 % nettovoittomarginaali**. Voitolle ei tapahtunut mitään vuonna 2008 eikä varmaan tapahdu mitään kovin ihmeellistä tänäkään vuonna. Markkina-arvo kuitenkin laski vuonna 2008 17 miljardista bahtista 8 miljardiin bahtiin. Ostimme nämä osakkeet vuoden 2009 alkupuolella. Yhtiö jakoi puolivuotisosingon 75 satangia ja lisää tulee nyt keväällä 85 satangia. Eli kokonaisuus on 1,60 bahtia vuodelta 2008. Osakkeen hinta on nyt 12,00 bahtia ja osinkotuotto 13 %. Katson itse MCOT:n uutisia ja joitain paikallisia draamasarjoja. Yhtiön pääomistaja on valtio. Jos vuonna 2009 yksityisen puolen mainoskampanjat hieman supistuvat, niin niitä saattaa korvata valtion eri instanssien mainoskampanjoinnit ja niistä hyötyy MCOT. Tammi- ja helmikuun 2009 tv-mainostuloissa ei ollut olennaisia muutoksia vuoteen 2008 nähden. Riskit: Yhtiötä rasittavat mahdolliset toimilupamuutokset jatkossa. Extrahyödyt: Yhtiötä hyödyttää sen omistama ylimääräinen iso maa-alue tv-yhtiön alueen vieressä. **Yhtiöllä ei ole lainkaan velkaa.**

AIT 3,9 %**M-ARVO 840 MILJ. – TAVOITE M-ARVO 2 MRD.**

	1998	2003	2008
Liikevaihto *	N.A.	1 710 1,30	3 191 0,26
Markkina-arvo	N.A.	2 220	840
Osakkeen hinta	N.A.	37,00	14,00
Oma pääoma **	N.A.	582 3,81	874 0,96

IT systeemit. Valtionhallinnon eri osastot on suurin asiakas. Tuotteet: sekä systeemi-intergraatioita että sovelluksia. Vuonna 2008 liikevaihto tuplaantui 1,6 miljardista 3,3 miljardiin bahtiin, tulos tuplaantui 93 miljoonasta 211 miljoonaan ja osake pysyi paikallaan eli pärjäsi selvästi markkinaa paremmin. Markkina-arvo 840 miljoonaa, P/E 4. Osakkeen hinta 14,00 bahtia ja osinko 2,75 bahtia. Osinkotuotto 19,6 %. **Ei mikään super-yhtiö, mutta halpa ja yhtiöllä hyvä meininki päällä.**

* Markkina-arvo/liikevaihto (ei-lihavoitu luku)

** Markkina-arvo/oma pääoma (ei-lihavoitu luku)