

Sijoittajakirje
16.09.2013

Terve,

Erikoissijoitusrahasto Populus fuusioituu 30.9.2013 Erikoissijoitusrahasto Eliteen. 01.10.2013 lähtien hoidossani tulee olemaan vain yksi rahasto ja olen salkunhoitajana ajatuksissani jo siirtynyt tuohon fuusion jälkeiseen aikaan. Kirjeen materiaaleissa esittelen uuden yhdistyvän salkkumme erillisten salkkujen sijasta.

Salkun pääkohteet ovat Vietnam ja Kiina. Minulla on kahden vuoden takaisessa velkavivutetussa Populus-sijoituksessani pienehkö 25% tuotto sisällä, mutta olen juuri päätenyt uusimaan bulletlaina-vivutukseni seuraavaksi kahdeksi vuodeksi, perustuen paljon merkittävämpiin tuotto-odotuksiini jatkossa.

Olen viimeisten kahden viikon aikana tavannut Hong Kongissa ja Vietnamiassa kaikkien keskeisten salkkuyhtiöiden johtajat ja yhtiöt julkaisivat hyviä ensimmäisen vuosipuoliskon tuloksia. Ohjeistus loppuvuodelle ja vuodelle 2014 on myös myönteinen ja useiden yhtiöiden osingot ovat nousussa.

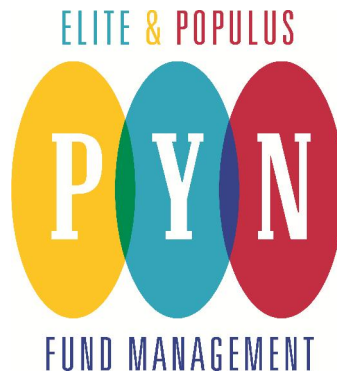
Kirjeen liitteistä löytyy:

- 1) Salkunhoitajan tentti
- 2) Suurimmat sijoitukset -lista
- 3) Yhtiöesittelyt

Hyviä lukuhetkiä. Seuraava merkintäpäivämme on 30.09.2013.

PYN RAHASTOYHTIÖ OY

Petri Deryng
salkunhoitaja



SALKUNHOITAJAN TENTTI 10.9.2013/Petri Deryng

Viime vuonna molemmat PYN Rahastoyhtiön erikoissijoitusrahastot ELITE ja POPULUS tuottivat hyvin, tämä vuosi on mennyt heikommin. Miksi?

Vuonna 2012 Populuksen vuosituotto oli 36% ja Eliten 64%. Viime vuonna saimme erinomaisia tuottoja pitkäaikaisille Thai-sijoituksillemme molempiin rahastoihin. Tuotot kotiutimme pääosin joulukuun 2012 ja helmikuun 2013 välisenä aikana.

Myös Kiina osakkeet olivat hyvässä vedossa alkuvuodesta, mutta sittemmin ne ovat kehittyneet heikosti tänäkin vuonna. Vietnamin osakkeet ovat sahaileet suhteellisen paikoillaan helmikuussa 2013 aloittamamme Vietnam osto-operaatiomme ajan. Thaimaan osakkeet ovat laskeneet rajusti kesän aikana, mutta meillä on ollut salkuissa hyvin minimaalinen Thai-paino jäljellä, vain kolme osaketta, joista TICON on laskenut ja itse asiassa Lalin ja Noble ovat jopa nousseet tämän kehittyvien markkinoiden ja Thaimaan rökityksen aikana. Salkuissa on tehty loppukevään ja heinäkuun aikana China Metal Recycling osakkeen asteittainen arvonalennus nolnaan. Kehittyvien markkinoiden romutusmyynti on jatkunut elokuussa, mutta elokuussa meidän rahastojen arvot ovat nousseet, kun kiinalaisyhtiömme julkistivat hyviä 2013/H1 -tuloksiaan.

ELITE	Feb. 99	-99	-00	-01	-02	-03	-04	-05	-06	-07	-08	-09	-10	-11	-12	YTD 2013	Return	
																	Cumul.	Annualized
																	%	%
ELITE NAV	10	17,19	10,58	15,66	18,13	54,18	49,59	51,05	62,55	66,01	31,12	65,13	95,94	91,48	150,1	172,57		
%		72	-38	48	16	199	-8	3	23	6	-53	109	47	-5	64	15	1626	21,9
SET Index **	363	482	269	304	356	772	668	714	680	858	450	735	1033	1025	1392	1313		
%		33	-44	13	17	117	-13	7	-5	26	-48	63	41	-1	36	-6	418	12
MSCI Asia ex Jap (EUR)															414	394	180	7,3
%																-5		
Euro/Baht	41,5	37,7	40,2	39	45,2	50	53,2	48,4	47,3	49,1	48,5	47,9	40,2	40,9	40,4	42,4		
%		9	-6	3	-16	-11	-6	9	2	-4	1	1	16	-2	1	-5		
SET Index + currency %		42	-51	16	1	106	-20	16	-2	22	-46	65	57	-3	37	-11		
ELITE better/worse %		30	12	32	15	93	11	-13	25	-17	-7	45	-9	-2	27	20		

**SET excl. dividends

Kuvio 1 Eliten tuottolukuja koko sen historian ajalta.

POPULUS										Return	
	Sep 06	-06	-07	-08	-09	-10	-11	-12	YTD 2013	Cumul. %	Annualized %
POPULUSNAV	10	11,29	11,56	4,38	8,32	14,44	9,12	12,4	11,92		
%		12,9	2,4	-62,1	89,8	73,7	-36,9	36	-3,9	19,2	2,5
POPULUSHWM NAV	10	11,34	11,71	4,52	9,41	17,71	11,26	15,32	14,78		
%		13,4	3,3	-61,4	108,4	88,1	-36,4	36	-3,5	47,8	5,7
MSCI Asia ex-Japan	298	344	426	206	338	424	354	414	394		
%		15,1	23,9	-51,5	63,9	25,4	-16,6	17,3	-5,1	32	4
Populus better/worse %		-2,2	-21,5	-10,6	25,9	48,2	-20,2	18,7	1,2	-12,8	
Populus HWM better/worse %		-1,7	-20,6	-10	44,5	62,7	-19,8	18,7	1,6	15,8	

YTD to Sept 10th, 2013
Source: Bloomberg

Kuvio 2 Populuksen tuottolukuja koko sen historian ajalta

Teillä oli 140 milj euroa kiinni Thaimaan osakkeissa ja myitte talvella Thai osakkeita 120 miljoonalla pois. Miten ihmeessä osasitte myydä Thai-osakkeet talvella juuri ennen tämän kesän rankkaa alasmenoa?

Talven myyntimme ei liittynyt mitenkään siihen, että olisimme osanneet ennustaa kesään ajoittuvan kehittyvien markkinoiden rajun korjausliikkeen alaspäin. Taisin sijoittajakirjeessäkin sanoa Thaimaan osakkeiden todennäköisesti jatkavan ylöspäin suotuisten suhdanteiden johdosta, kun sijoittajien raju ostomomentti oli päällä ja kukaan ei nähnyt pienintäkään syytä Thai-markkinan laskuun. Me myimme osakkeemme muista syistä. Thaimaan yleisindeksi oli saavuttanut nk. "fair value" tavoitetasomme ja osakekohtaiset markkina-arvotasot oli myös saavutettu. Pitkäaikainen Thaimaan indeksitavoittemme 1400 pistettä meni rikki joulukuussa, jolloin aloitimme myynnit ja sijoittajien vahva momentti vei indeksin kevättalvella 1650 pisteen tasolle asti, minkä aikana oli tietty mukava kotiuttaa pitkäaikaisia isoja tuottoja nouseviin kurssiin.

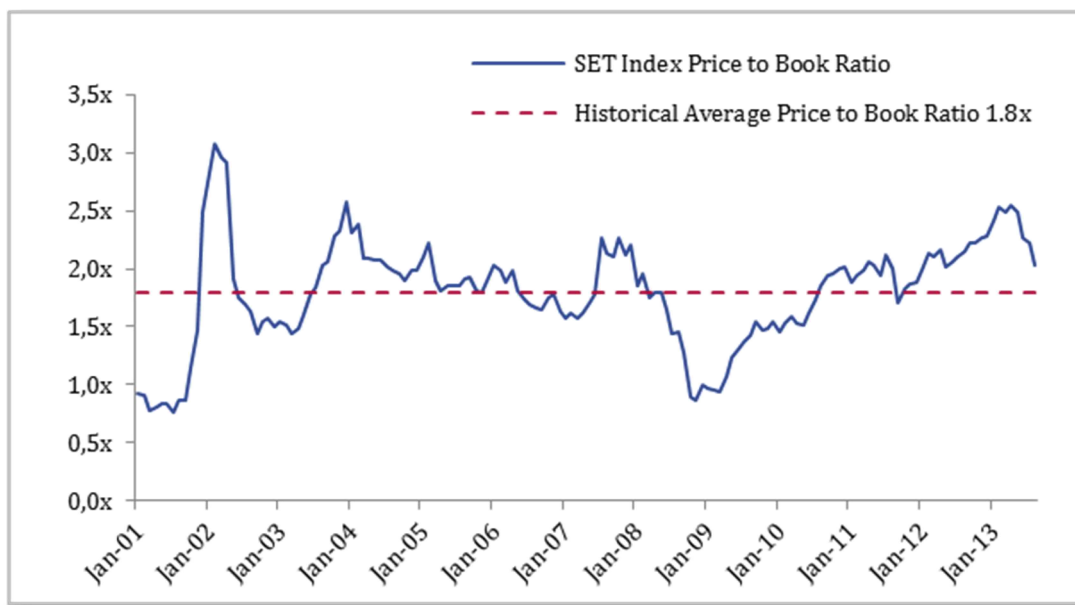
Jätimme salkkuun vain niitä Thai osakkeita (Ticon, Lalin ja Noble), joille odotimme erittäin hyvää vuotta 2013 ja 2014 ja jotka olivat menneet ylöspäin muita Thai-osakkeita hitaammin vuoden 2012 aikana. Näistä kolmesta Ticonin osake oli noussut melko hyvin vuonna 2012 ja myimme siitä suurimman osan pois ja jätimme vain osan sen voitoista kotiuttamatta.



Kuvio 3 Thaimaan SET-indeksi sekä sille asetetut indeksitavoitetasot

Kannattaisiko nyt ostaa takaspäin Thai osakkeet?

Ehkä kandeis, - lyhyellä tähtäyksellä, koska joidenkin yksittäisten Thai osakkeiden hinnat ovat laskeneet 6kk aikana yli 50%. Saatamme uuteen yhdistettyyn salkkuun ottaa joitain yksittäisiä positioita Thaimaan, Indonesian tai Filippiinien osaketarjonnasta, mutta kyllä strateginen kohdistuksemme on tehty harkiten Kiina/Vietnam -akselilla, siten että voimme odottaa niistä sijoituksista muita kohdemaita merkittävämpiä tuottoja seuraavien 5 vuoden aikana. Tosin oletan Thaimaan pörssi-indeksin toipuvan lähimmän kahden vuoden aikana ja löytävän uusia tasoja tämän vuotisia indeksitasoja ylempää. Tasearvostukseltaan Thai osakemarkkina ei ole enää halpa ja siten nousuvara on rajallinen. Kotikutoisissa tai kansainvälisissä häiriötilanteissa myös laskupotentiaalia löytyy.



Kuvio 4 Thaimaan pörssiosakkeiden hinta/kirja-arvo

Onks teillä puolueen jäsenkirja vai mikä ihme pitää teidät edelleen Kiinassa, kun sieltä tulee turpiin aina?

Surullinen Kiina-träckkimme on luettavissa Populuksen Eliteä heikompana tuottokehityksenä, vaikka Populuskin on koko toiminta-ajaltaan hyvitysosuudet huomioiden plussalla kumulatiivisesti noin +45%.

Matkalle on osunut 2 täydellistä katastrofia: vihannesyhtiö Chaoda ja Metallinkierrätysfirma China Metal Recycling. Näiden lisäksi on tehty muitakin huonosti tuottaneita Kiina-sijoituksia.

Salkussa on nyt kuitenkin merkittäväillä painoilla erittäin hyviä Kiina-kohteita, kuten Rexlot, Hopefluent, VST, Singyes ja Labixiaoxin, jotka kukin ovat vahvoja omilla saroillaan. Yhtiöt saavat erittäin halvat arvostukset kasvunäkymiinsä nähden johtuen Hong Kongin markkinan heikosta yleismentistä. Voi kuulostaa hassulta, mutta olen mielissäni näistä sijoituksista vaikka niillä ei ole tehty tuottoja. Sijoituskokemuksestani johtuen, silloin kun saa hyvää halvalla, niin on syytä olla tyytyväinen. Minut saa huolestumaan kalliit arvostukset, jotka vaikeuttavat onnistunutta salkunhoitajan työntekoa. Näiden Kiina-yhtiöiden tilanteet kutkuttavat ja niillä on kasvava osingonmaksupotentiaali. Uskon että saamme niistä aikanaan tavoittelemamme "fair value" arvostustasot kiinni. Näiden bisnesten aitous on myös kohtuullisesti varmennettavissa.

On myös hyvä pitää mielessä, että Populuksen Kiina-kauteen on ajoittunut Amerikan finanssikriisi, Euroopan kriisi ja Kiinan kasvun hidastumisvaihe jotka kaikki ovat omalta osaltaan iskeneet erityisesti pienten ja keskisuurten Kiina-yhtiöiden houkuttelevuuteen sijoituskohteina tehden niistä poikkeuksellisen mielenkiintoisesti hinnoiteltuja. Sijoitustapamme mukaisesti teemme ylituotot aina nousumarkkinoiden aikaan ja rajuissa laskuissa alisuoriudumme.

Olemme toki tehneet myös tuottoja Hong Kong/Kiina osakkeilla ja kotiuttaneet niitä mm. seuraavista kohteista:

2009 Helmiyhtiö Man Sang,

2010 Lankatehdas Texhong ja vihannestukkuri Heng Tai

2011 Tullitietoyhtiö Shenzhen international ja mediafirma Sing Tao News

Isoimmat Thaimaan ulkopuoliset onnistumiset populauksessa on tehty tosin toistaiseksi Kiinan ulkopuolella. Näitä ovat mm. Filippiiniläiset bingoyhtiö LR ja snacks yhtiö Universal Robina sekä kaakelitehdas Arwana Indonesiasta.

Kiinan kasvu?

Kiinan raskaan teollisuuden puolella on ollut heikko suhdannejakso ja ylikapasiteetti pitää toimialojen yrityksiä vaisuina tuloskehitykseltään. Kiinan talous on muutoin pysynyt kohtuullisessa kasvussa, vaikka hallituksen toimet hillitää kiinteistösektorin rahoitusta ovat näkyneet markkinoilla jo useamman vuoden ajan kasvua hidastaen. Myös tämän vuoden alussa tehdyt julkisen talouden edustuskulujen säästämääräykset näkyvät erityisesti luksustuotteiden ja kalliiden ravintola-palveluiden kysynnän heikentymisenä.

Vähittäiskaupan kasvu on ollut enää 12-13 % luokkaa ja monilla kaupan ja palvelusektorien yrityksillä lisääntynyt kilpailu on hillinnyt toimialojen laajenemisinvestointien vauhtia, vaikka kasvu onkin jatkunut ja jatkuu edelleen.

Paikallishallintojen rahoituksen rakenne pitää uudistaa ja se on haasteellinen tehtävä keskushallinnolle, vaikka pidän sitä enempi teknisenä ratkaisuna kuin maan kaatavana ongelmana. Lainojen maturiteetti pitää saada pidemmäksi vastaamaan tehtäviä investointeja ja rahoituspohjaa pitää suunnata uusiin instrumentteihin. Aiemmin maan myynti oli hyvä tulonlähde paikallishallinnoille, mutta keskushallinnon tahdosta sekin on saatu vähentymään, kun on hillitty kiinteistösektorin uusien asuntoprojektien lanseerauksia.

Toimet ovat johtaneet myönteisiin tuloksiin, esim Guangzhoun myynnissä olevien uusien asuntojen inventaariotasot ovat laskeneet kahden vuoden takaisesta 11kk volyymista, tasolle 6kk, koska uusia projekteja on aloitettu paljon vähemmän ja kysyntä asuntomarkkinoilla on jatkunut vilkkaana.

Kiinan kokonaistalous on 7% kasvuvauhdissa, enkä usko kasvun ainakaan hidastuvan seuraavien 12kk aikana - oikeastaan päinvastoin.

Olen viimeksi viikon sitten tapaillut useiden salkkuyhtiöittemme kiinalaista johtoa ja minulle on kyllä jäänyt sellainen kuva, että kaikki muut maailman kansalaiset paitsi kiinalaiset itse ovat huolissaan Kiinan talouden tulevaisuudesta.

Minusta on myös merkillepantavaa, kuinka vastuullisesti, määrätietoisesti ja pitkäjänteisesti Kiinan keskushallinto suhtautuu maan taloutta kohtaaviin haasteisiin.

Miten vältetään seuraavat alaskirjaukset Kiinassa?

Tehtäneen aluksi selväksi, että olen erittäin ärtynyt tekemistäni mokista. Käyttäisin tässä yhteydessä jopa vahvempiakin sanoja kuvaamaan ärtymystäni, mutta tiedän että Helsingin toimistomme raakkaisi ne tekstistäni pois ennen tämän kirjeen postitusta.

Kun teemme rahastoillemme ominaista halpakohteiden metsästystä, niin on luonnollista että matkan varrelle sattuu epäonnistumisia ja niin kuuluukin tapahtua, mutta kyllä nämä Kiina-caset ylittävät kaikki hyväksyttävät rajat. Olen nähnyt edelleen paljon vaivaa seuratakseni myös näiden menetettyjen casien toimintaa ja mm. elokuussa minulla oli konferenssipuhelu lakimiehen kanssa, jonka oikeus määräsi selvittämään China Metal Recycling yhtiön väärinkäytöksiä.

Julkisesti listattujen (Shenzhen, Shanghai, USA, HK, Singapore) Kiina-yhtiöiden joukossa on kymmenittäin sellaisia, joissa on todettu epäselvyyksiä. Osa niistä on joutunut konkurssiin, osa on jatkanut toimintaa ilman listausta, osaan on joku osapuoli tehnyt lunastustarjouksen, osaa kohtaa on tehty lyhyeksimyntihyökkäyksiä ilman menestystä, jolloin kurssi on toipunut myöhemmin. Eniten nk. selviä petostapauksia on listattu New Yorkiin, mutta kymmenittäin pieniä yhtiöitä on poistettu myös Manner-Kiinan omilta listoilta, kun yhtiöt ovat pysyneet tappiollisina tai niihin on liittynyt epäselvyyksiä.

Samaan aikaan kun voimme sanoa, että Länsi-Euroopan ja USA:n talouksissa toimitaan pääsääntöisesti eettisesti oikein ja Kiinassa ei, niin kannattaa kuitenkin pitää mielessä, että kiinalaiset ovat huipputaitavia liikemiehiä. Kiinassa on valtavasti superosaavia yritysjohtajia ja kiinalaisten suuri hyvyys on säästeliäisyys, mitä kaipaisi takaisin myös länsimaiden kotitalouksien, julkishallinnon ja yrityselämän toimintatapoihin.

Petos-caset vievät luottamusta ihan aiheellisesti kiinalaisten yritysten luotettavuudesta. Henkilökohtaista pelokkuutta lisää myös se, että esim. nämä molemmat meidän caset ovat olleet Macquerie-pankin tarkkaan analysoimia yhtiöitä, joista pankin kiinalaiset ja ulkomaalaiset huippuanalytikot ovat yhteistyössä laatineet raportit.

Samoin molemmilla yhtiöillä on ollut isot luotettavat tilintarkastusyhteisöt useita vuosia. Vihannesyhtiö Chaodan tapauksessa yhtiöllä oli myös laaja luotettava omistus pohja mukaanlukien Fidelity, Templeton ja Blackrock.

NOLLATUT CASET

Chaoda Kiinan suurin vihannesyhtiö, joka on jatkanut toimintaansa listauksen ollessa keskeytyksissä 2 vuotta. Vanha tilintarkastusyhteisö erosi 1,5 vuotta sitten ja uusi tilintarkastusyhteisö on tekemässä tarkastusta parhaillaan. Yhtiö on laatinut pörssille tarkan aikataulun, jonka puitteissa on tarkoitus selvittää kaikki epäselvyydet ja palata listoille huhtikuuhun 2014 mennessä.

Yhtiön johdannaisilla tehdään pientä kauppaa New Yorkin pörssissä ja viimeisimmän yhtiön heinäkuun pörssitiedotteen jälkeen arvot ovat nousseet. Koko yhtiön tilanne on kannaltamme kuitenkin epäluotettava, koska tilinpäätökset puuttuvat kahdelta vuodelta. Emme voi kuin pitää arvostuksen nollassa, kunnes saamme jotain luotettavaa lisätietoa yhtiöstä. Viimeisellä julkisella romahtaneella noteerauksella Hong Kongissa 2 vuotta sitten osake oli 1,10 HKD ja yhtiötä oli Populuksen salkussa tuolla hinnalla 4,1%. Yhtiön P/E olisi ollut 1, jos tulostiedot olisivat pitäneet paikkansa.

China Metal Isohko kierrätysmetallin käsittelijäyhtiö, joka on syyllistynyt lukujensa vääristelyyn.

Recycling Johtotriokka on pidätetty nyt elokuussa ja Hong Kongin viranomaiset ovat nimittäneet yhtiöön lakimiesyhteisön tekemään selvityksiä. Osakkeen noteeraus keskeytyi helmikuussa ja olemme kolmeen otteeseen alentaneet omistuksemme arvoa, kun noteeraamattomuuden pitkittyminen on asteittain vienyt uskoa yhtiötä kohtaan. Heinäkuussa positio on kirjattu nolllaan. Elokuussa saatujen tietojen valossa emme voi odottaa yhtiön palautuvan noteeraukseen emmekä voi olettaa sille syntyvän enää mitään arvoa.

Tutkimme tarkkaan kaikki kohteemme ja myymme pois entistä herkemmin kohteet, joissa voisimme edes olettaa olevan epäselvyyksiä jatkossa.

Miksi Vietnamiin nyt, kun siellä talous tökkii?

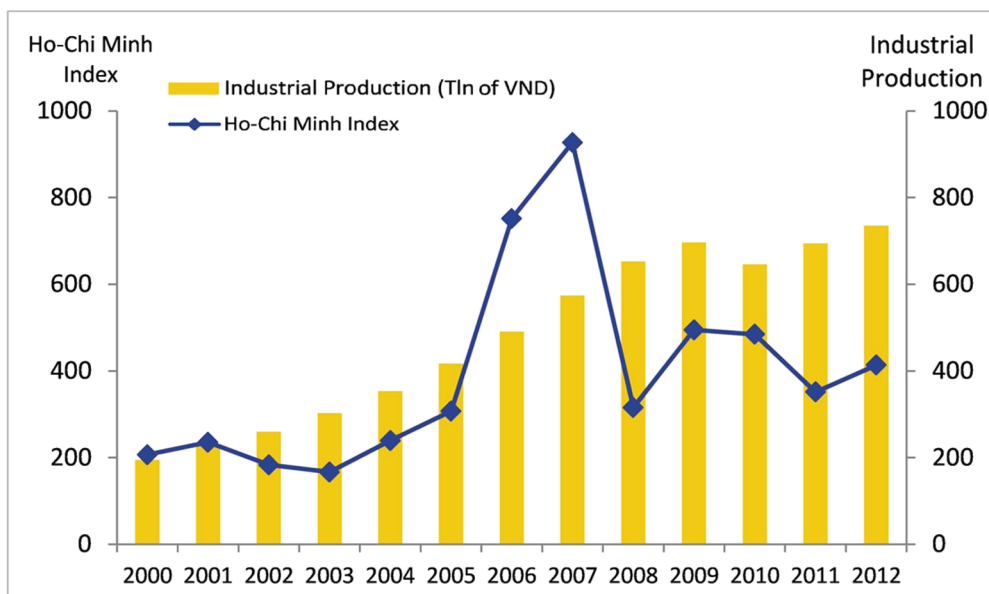
Vietnamin pankkisektorin ja kiinteistösektorin ongelmat ovat olleet jo pitkään tiedossa. Luksusasuntojen hinnat ovat laskeneet eniten, noin 50% kolmessa vuodessa. Isoimman ongelmallisen valtionyhtiön Vinashinin luottotappiot on jo kirjattu pois ja parin pankin pääjohtajat on poistettu viroistaan. Vietnamin pankkisektorin ilmoittama ongelmaluottotaso on 4,9%, mutta todellinen luku on tätä isompi. Pankit puhdistavat taseitaan koko ajan, vaikkakin hitaasti. Uskon, että isompi sektorin myllerrys ajoittuu jonnekin vuoteen 2014. Vietnamin hallitus on ryhtynyt toimiin, vaikkakin toimiin tulee aina hidastuksia. Kommunistisissa maissa on tosin yleensä tapana saada taloushommat pienemmässä johtoporukassa nopeammin kuntoon länsimaisiin kansandemokratioihin verrattuna.

Keskeistä kumminkin on, että Vietnamin ulkomaankaupan osuus maailman vientikaupasta on tuplaantunut viiden vuoden aikana (v.2008 osuus oli 0,35%, nyt 0,7%) ja tämän suotuisan kehityksen oletan jatkuvan. Vietnamin keskuspankki on devalvoineilla löytänyt valuutalle jo uskottavan tason ja saanut Vietnamin dongin valuuttakurssin vakaantumaan ja ihmisten säästöt suuntautumaan dong-pohjaisiin kohteisiin kullan ja US-dollarin sijasta.

Vietnamin hallituksella on edelleen pulaa rahasta tehdäksään kaikki tarvittavat toimenpiteet nopeasti, mutta mm. Vietnamin valuuttavaranto on lähtenyt kasvuun parantuneen ulkoisen taseen myötä (2010/13 mrd USD, 2013/ylä 25 mrd USD)

Kotimarkkinan kasvu pysynee vaisuna tänä vuonna ja Vietnamin talous jatkaa vaisuhkossa 5% kasvussa kunnes pankkisektori on täysin puhdistettu. Uskon kuitenkin, että pörssin pitkän aikavälin pohjiin ei enää ole syytä vajota ja hyviä osinkoja maksaviin yhtiöihin uskaltaa jo sijoittaa, vaikka talouden tervehtyttäminen saattaa edelleen kohdata isojakin hetkellisiä takapakkeja.

Kuvio 5 Vietnamin teollisuustuotanto on noussut tasaisesti



Vietnamin kori on iso sijoitus?

Vietnamin koriin on kerätty 52 vietnamilaisen yhtiön osakkeita. Vietnamin pörsseissä on listattuna noin 800 yhtiötä ja erilaisten "arvo"-mittareiden avulla olemme koonneet oman salkun pienistä ja keskisuurista yhtiöistä. Jatkamme tätä työtä edelleen. Yhtiöesittely-osiossa kuvaamme korin kokonaisarvostuksen summittaisesti.

Useita yhtiöitä yhdistää kohtuulliset kasvunäkymät, alhainen P/E lukema ja hyvä osinkotuotto. Bisnessiämme Vietnamissa: Olemme iso tekijä Vietnamin autonrenkasmarkkinoilla, tuotamme huonekaluja vientiin, meillä on isoin markkinaosuus lannoitteissa ja meillä on paikallinen pesuainemerkki, jolla oma tuotanto ja jakelu. Omistuksessamme pyörii Saigonin lähistöllä sijaitsevan turismikohdevuoren kaapelivaununurata, keskikokoinen vakuutusyhtiömme myy vahinko- ja henki-vakuutuksia sekä tekee sijoituksia. Olemme hankkineet myös 10% osuuden asuntorakennusyhtiöstä, jonka liikevaihto on nolla tänä vuonna. Meillä on siivousalan yritys, joka laajentaa ruokabisneksiin. Omistamme myös 10% koulukirjayhtiöstä opetusministeriön kanssa ja odotamme innolla vuodelle 2015 ajoittuvaa Vietnamin koulukirjauudistusta.

Korissa oleva vakuutusyhtiö BIC:n luvut malliksi:

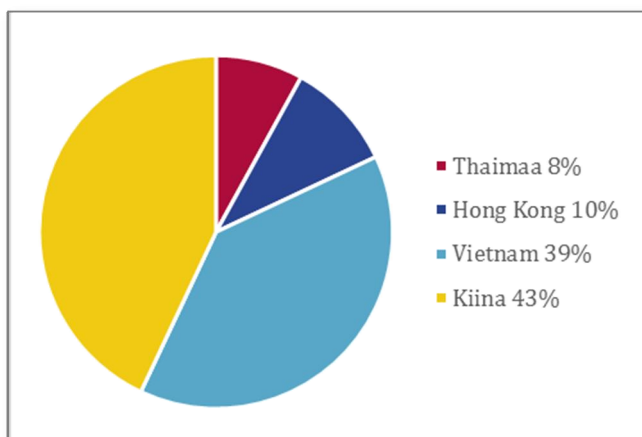
Markkina-arvo	600 mrd VND
Käyttökate	200 mrd VND
2013 nettotulos(E)	115 mrd VND
Osakkeen hinta	9 000 VND
Kirja-arvo/osake	12 000 VND
Osinko	1 000 VND
P/E 2013 (E)	5
Osinkotuotto	11%
Kasvuvauhti	20%/vuosi

PVD on iso sijoitus Vietnamiin ja öljybisnestä, vaikka teidän piti olla poissa raaka-ainesidonnaisista?

PVD on öljyalan palveluyritys. Se pumppaa öljyä ja tekee sitä päivätariffeilla, mutta 1-3 vuoden sopimuksilla. Yhtiö investoi itse kalustoon ja toiminnan pyörittäminen on teknisesti vaativaa. Yhtiöllä on erinomainen laatu track record. Yhtiön bisnes on kasvanut lähimmät viisi vuotta hyvin ja tulos sen myötä ja uskon saman jatkuvan seuraavat viisi vuotta. Yhtiön arvostus on kuitenkin laskenut Vietnamin pörssimarkkinan mukana, vaikka yhtiö on osoittanut olevansa erittäin laadukas, kansainvälisestikin kustannustehokas. Liikevaihdon kasvu ja tuloskasvu on voinut jatkua myös öljyn hinnan heilahdellessa paljon. Pumppaustoiminnan lisäksi PVD:llä on johtava markkinaosuus useissa Vietnamin öljyalan lisäpalveluissa.

Tartuimme tilaisuuteen ja hankkiuduimme yhtiön Private Placementin shortlistalle juuri viimeisellä hetkellä toukokuussa, mitä seurasi yhtiön johdon kanssa tehty Due Diligence -tarkastus. Shortlistauksen myötä osallistuimme tarjouksellamme placementtiin ja olimme yksi kolmesta voittajasta. Osake treidasi tasolla 48 000 dong kesäkuussa, hyväksytyt tarjouksemme 10 miljoonasta osakkeesta oli 45 000 dong. Osakkeessa on vuoden lock up ja sitä on nyt 5milj kpl molemmissa salkuissa. Saatu alennus kirjautuu salkkuihin tuotoksi vuoden aikana. Osakekurssin muutokset toki näkyvät suoraan päivittäin. Osakkeen viimeisin noteeraus on 58 000 dong. Yhtiöllä on tulossa erittäin vahva vuosi 2013. Private Placementissä kerätyillä varoilla tehtävät kaksi investointia tuovat lisätuottoja vuodesta 2014 eteenpäin.

Mikä uuden yhdistetyn rahaston koostumus on ?



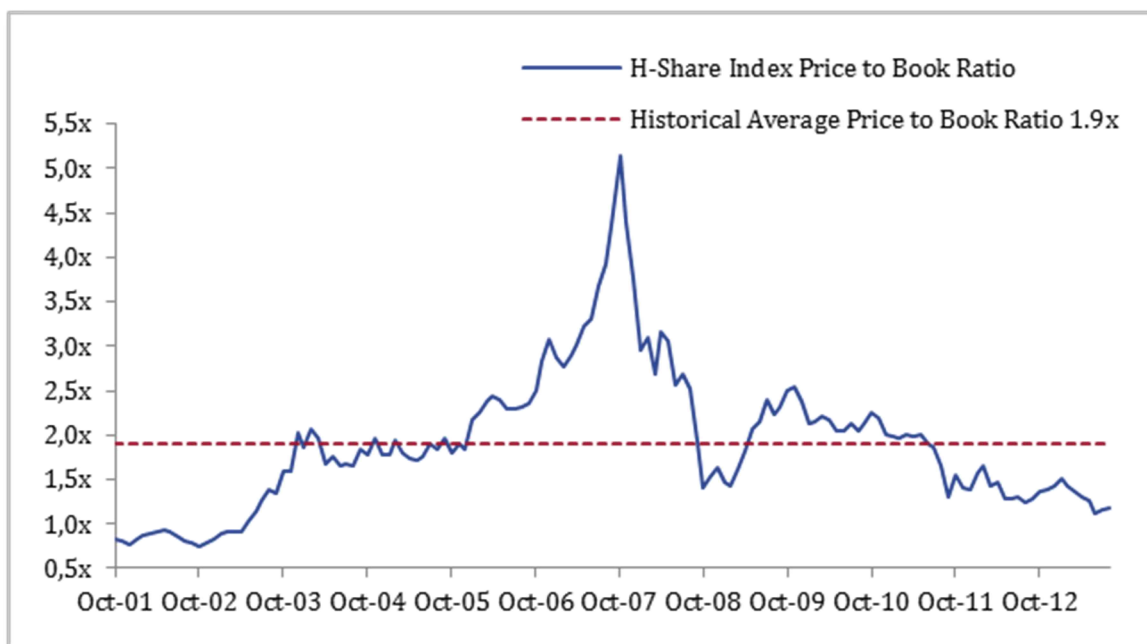
Tälläinen on kohdistuskakku nyt. Toki se elää jatkossa markkinatilanteiden ja ideoiden myötä. Oheisista kirjeen liitteistä löytyy lista suurimmista sijoituksistamme.

Mites Kiinan tuloskehitys?

Kiina-yhtiöiden H1/2013 tuloskasvu oli +11%. MCSI China treidaa sen perusteella P/E luvulla 9.1. Tämä on reippaasti vähemmän kuin keskimäärin aiemmin tuloskasvun ollessa 10 % tuntumassa, jolloin markkina on treidannut P/E luvulla 13-14, ja tuloskasvun ollessa voimakkaampaa markkina on yltänyt helposti yli 15 P/E luvun arvostukseen. Jos tulokset jatkavat kasvuaan, niin markkinan P/E laskee lähivuosina 6-7 tasolle, ellei markkina lähde nousuun. Minulla on myös tuntuma, että Kiina-yhtiöiden osingot ovat yleisestikin kasvussa, eikä vaan meidän salkkuyhtiöillä.

Onko nyt todellakin oikea hetki olla Kiinassa ?

Isot tuotot tehdään sijoittamalla historiallisesti alhaalla oleviin markkinoihin ja yhtiöihin. Samalla pystytään välttämään korkealla treidaavien markkinoiden laskupotentiaali. Kaikilla osakkeilla ja markkinoilla on tietyt pitkän aikavälin järkevät arvostustasoraamit. Kiina täyttää nämä kriteerit ostomarkkinana erinomaisesti.



Kuvio 6 Hong Kongin pörssiosakkeiden hinta/kirja-arvo

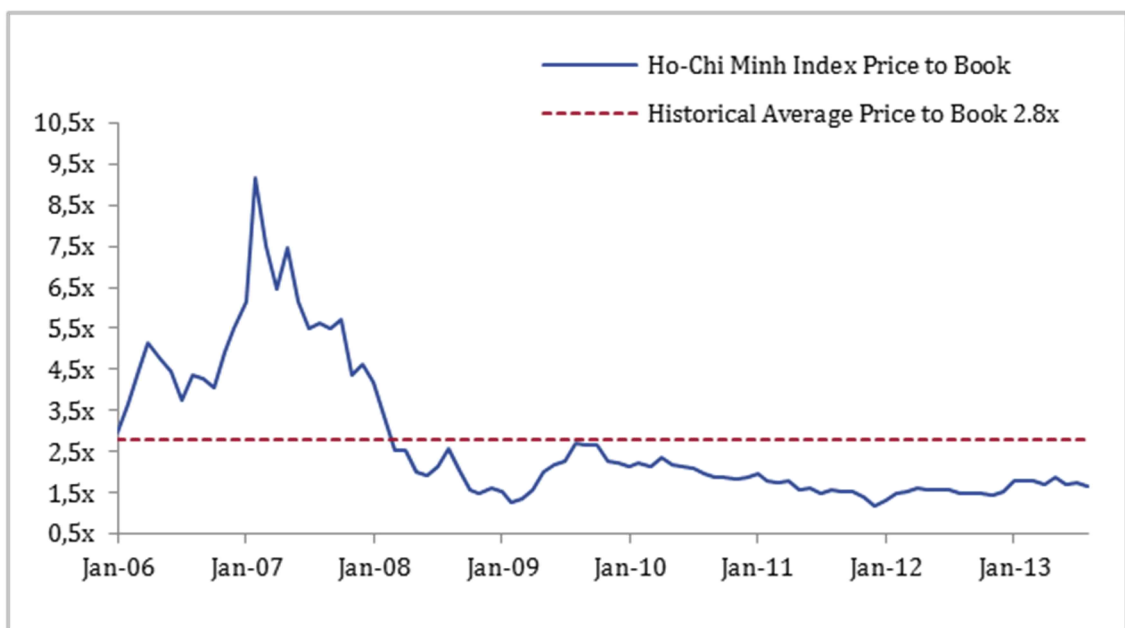
Vietnamin tuloskehitys?

H1/2013

Koko markkinan tuloskehitys	+9,3%
Pankit	-13,1%
Markkina ilman pankkeja	+19,1%

Onko nyt todellakin oikea hetki olla Vietnamissa?

Kuten olemme perustelleet sijoitustapaamme, niin ostimme halpoja osakkeita halvoilta markkinoilta, mutta emme pyri arvailemaan kvartaalikohtaisia pörssikehityksiä, vaan teemme ihan aitoja pitkäaikaisia sijoituspäätöksiä. Teemme sijoituksia viiden vuoden tähtäyksellä. Mielestämme nyt on hyvä vuosi ostaa vietnamilaisia osakkeita.



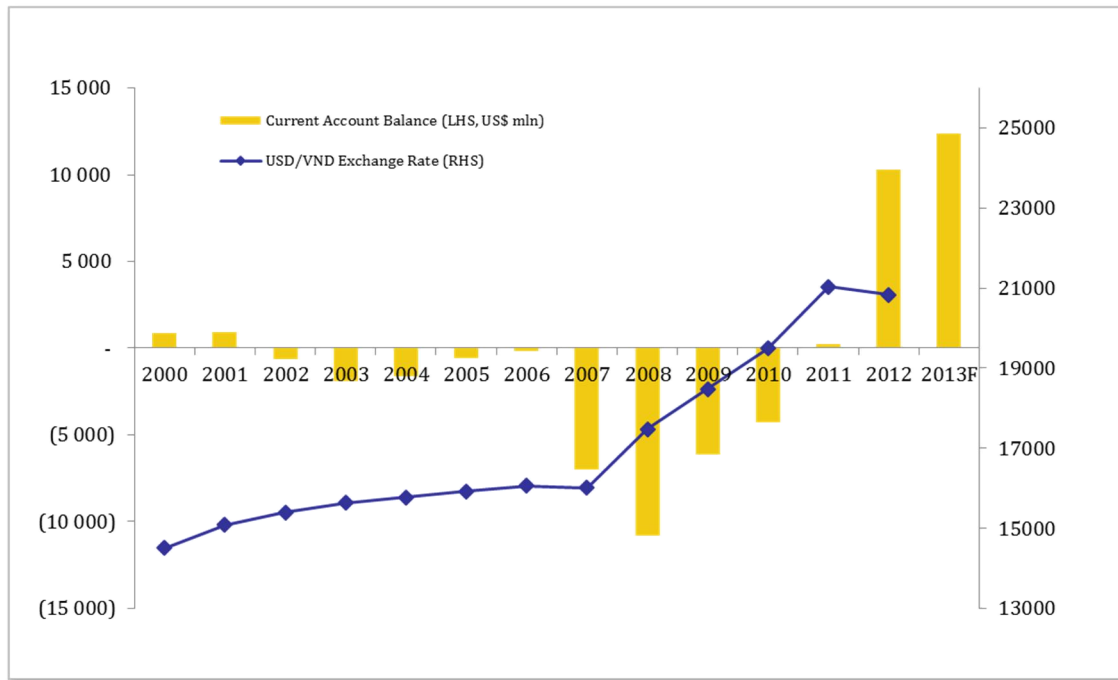
Kuvio 7 Vietnamin pörssiosakkeiden hinta/kirja-arvo

Mites valuutat?

Kiinnitämme paljon huomiota kohdemaiden valinnassa myös maiden ulkoiseen tasapainoon ja paikallisen valuutan potentiaaliin vahvistua tai heikentyä sijoitushorisonttimme aikana. Tuntuu luontevalta, että ulkoiselta tasapainoltaan heikommät maat ja niiden valuutat, joissa vaihtotaseet ovat miinuksella kuten Indonesia ja Intia, ovat saaneet hetkellisesti eniten haittaa käynnissä olevassa kehittyvien markkinoiden rökityksessä, vaikka valuuttaliikkeiden ajoittumisia on lähes mahdotonta ennakoita.

Vietnamin dongia on useaan otteeseen devalvoitu lähivuosien aikana, mutta ulkoinen tasapainopiste on nyt saavutettu. En usko dongin vahvistuvan lähiaikoina, mutta viiden vuoden periodilla se on mahdollista.

Kiinan Rmb:n valuuttakurssi on ollut melko vakaa ja se on liikkunut keskuspankin sille asettamassa kapeahkossa putkessa. Uskon, että valuuttakurssitaso pysyy vakaana ja että pidemmällä aikavälillä siinä on edelleen vahvistumispaineita johtuen Kiinan rahoitusasemasta muita ulkoiselta taseasemaltaan heikompia valtioita kohtaan.



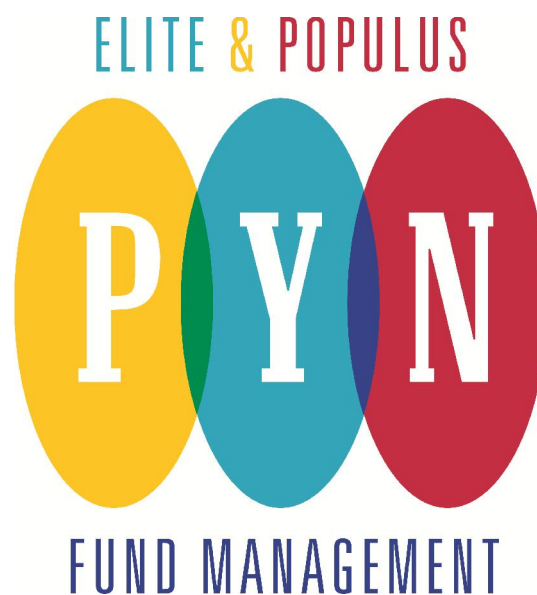
Kuvio 8 Vietnamin valuuttakurssin kehitys ja vaihtotase

Lätinat sikseen ja asiaan. Mikä on osuuden arvo parin-kolmen vuoden päästä?

Nykyinen salkun koostumus ja kohdistus Kiinaan ja Vietnamiin antaa luvan odottaa merkittäviä tuottoja, mutta tulevaisuuden osuuden arvoja ei Finanssivalvonta salli salkunhoitajan arvuuttelevan. Ehkä itsekkin pitäisin sitä hieman epäeettisenä. On hyvä pitää mielessä, että yllättävät tilanteet ja tapahtumat voivat nopeuttaa tai hidastaa tavoiteltujen tuottojen saamista, kuten huipputuloksiin johtaneen Thaimaan 14 vuoden taipaleen aikana on nähty ja koettu.

Uuden Eliten Top 10 Holdings

Company	PEAK	2012	H1/2013	20EE	Elite upside (E)
Vietnam Kori 22,5%	2007				
Revenue	5 922	21 319	21 000	50 000	
Earnings	676	2 629	2 900	4 500	
Market Cap	40 787	18 788	18 500	50 000	170 %
Equity	3 399	16 390	16 700	25 000	
Rexlot 17,5%	2007				
Revenue	413	2 036	1 150	3 000	
Earnings	137	821	490	1 200	
Market Cap	10 635	4 384	4 375	18 000	311 %
Equity	2 314	5 571	6 105	4 800	
Petrovietnam Drilling 10,8%	2007				
Revenue	1 349	11 949	6 902	28 000	
Earnings	116	1 332	691	2 400	
Market Cap	21 080	10 088	14 269	25 000	75 %
Equity	792	6 994	8 700	11 000	
Hopefluent 6,2%	2007				
Revenue	774	1 782	1 021	2 700	
Earnings	110	187	89	280	
Market Cap	1 799	1 211	1 458	3 800	160 %
Equity	548	1 280	1 378	1 400	
VST Holdings 6,1%	2010				
Revenue	22 091	37 098	19 336	45 000	
Earnings	261	444	248	650	
Market Cap	3 864	2 187	2 366	5 200	120 %
Equity	2 134	3 001	3 120	3 200	
Labixiaoxin Snacks 5,2%	2012				
Revenue	1 280	1 547	975	4 200	
Earnings	222	278	186	520	
Market Cap	2 658	3 502	4 013	8 000	99 %
Equity	1 433	1 659	1 775	2 400	
Singyes Solar 4,9%	2013				
Revenue	2 406	3 098	1 704	8 000	
Earnings	291	329	171	750	
Market Cap	4 586	4 155	3 949	10 000	153 %
Equity	1 524	1 845	2 023	2 500	
Lalin Property 4,6%	2003				
Revenue	3 130	1 730	1 215	2 500	
Earnings	784	269	226	450	
Market Cap	11 138	3 482	3 844	5 000	30 %
Equity	2 564	4 063	4 200	4 000	
Credit China 4,2%	2011				
Revenue	115	302	134	500	
Earnings	52	150	61	250	
Market Cap	2 531	1 151	1 282	3 500	173 %
Equity	391	757	1 165	1 000	
VOF/Investment Trust 3,6%	2006				
Net Asset Value	4,76	2,91	2,95	5,00	
Share Pirce	4,78	2,12	2,00	6,00	
Premium/(Discount)	0 %	-27 %	-32%	20 %	
Market Cap	1 552	550	522	1 566	200 %



PYN Rahastoyhtiö Oy
Yhtiöesittelyt 09/2013

Vietnam Kori 22,5%

M-arvo 18,5 mrd. tavoite 50 mrd. Potentiaali 170%

Bisnes

Vietnamilaisia SME-yhtiötä

Kehitys

Yhtiöiden yhteenlaskettu liikevaihto ei kokonaisuudessaan kasvanut H1/2013, mutta tulokset paranivat.

Liikevaihdon kasvun pysymiseen paikoillaan vaikutti pari isoa koryhtiötä, joilla paljon liikevaihtoa ja joiden liikevaihto laski. Useat korin yhtiöt ovat melko pieniä markkina-arvoltaan ja ne treidaavat arvostusasteikolla P/E 4-8.

Tykkään

- Saamme hyviä osinkotuottoja näistä kohteista ja arvostukset saattavat muuttua rajustikin, kun Vietnamin talous taas lähtee vauhtiin ja paikalliset sijoittajat palaavat osakemarkkinoille.

Vietnam Kori 22,5%	Peak 2007	2012	H1/2013	20EE
Revenue	5 922	21 319	21 000	50 000
Earnings	676	2 629	2 900	4 500
Market Cap	40 787	18 788	18 500	50 000
Equity	3 399	16 390	16 700	25 000



Rexlot 17,5%

M-arvo 4,4 mrd. tavoite 18 mrd. Potentiaali 311 %

Bisnes

Lotto, arpapelit ja urheiluedonlyönti , Kiina

Kehitys

Yhtiö on hyvässä vedossa. Markkina kasvaa ja Rexlotin bisnekset kasvavat. Kiinan arpajaispelimarkkina kasvoi vuoden ensimmäisen puoliskon aikana 16%. Rexlotin liikevaihdon kasvu ensimmäisellä vuosipuoliskolla oli myös 16%. Tulos kasvoi yli 20% ilman kertaluontoisia eriä ja niiden jälkeen 12%.

Rexlot nosti reippaasti osavuositulososinkoaan +79% ja maksaa ensimmäisen vuosipuoliskon tuloksestaan 1.70 centtiä osinkoa/osake. Yhtiö ohjeistaa vahvaa tuloskehitystä loppuvuodelle 2013 sekä vuodelle 2014. Myös osinko tulee nousemaan lisää kasvavien tulosten, että osingonmaksuosuuden noustessa, nyt ulosnetto osuus 27% ja tähtäimessä 50% maksuosuus.

Tykkään

- Toimialan kasvu ei kiinni maailmantilanteista, eikä oikein edes Kiinankaan yleiskulutuskysynnästä, koska toimiala kehitysvaiheessa.
- Ei luksus tuote, perusjengi pelaa.
- Sitoutunut nostamaan osingon pay out -ratiotaan.
- Osake ei ole vielä tuonut tuottoja, vaikka bisnes menee odotusten mukaisesti. On kasvatettu omistusta ja pidetään reilussa ylipainossa.
- Erittäin hyvä kutina Rexlotin suhteen, että tällä tullaan tekemään hyvä tili.
- Ministeriö julkaisee kk-kohtaiset alan volyymiluvut, hyvä referenssi.

Rexlot 17,5 %	Peak 2007	2012	H1/2013	20EE
Revenue	413	2 036	1 150	3 000
Earnings	137	821	490	1 200
Market Cap	10 635	4 384	4 375	18 000
Equity	2 314	5 571	6 105	4 800



Petrovietnam Drilling and Well Services 10,8%

M-arvo 14,3 mrd. tavoite 25 mrd. Potentiaali 75%

Bisnes

Öljyn pumppauspalvelu, Vietnam

Kehitys

H1/2013 yhtiön tulos oli 864 mrd dongia nousten +41,2% vuoden 2012 ensimmäiseltä puoliskolta. Liikevaihto nousi 30,7% ollen 6,53 trill dongia.

Yhtiö sai alkuvuodesta uusia sopimuksia laskutukseen ja myös koko vuoden 2013 kasvun pitäisi muodostua hyväksi jo olemassa olevin tiedoin.

Yhtiö maksaa syksyllä rahaosingon 1 000 dongia lisäksi bonusosakkeen 1 suhteessa 10.

Tykkään

- Huippuosaaminen
- Yhtiön arvostus luisunut Vietnamin pörssin mukana vaikka bisnes kehittynyt myönteisesti.
- Mentiin sisään Private Placementin kautta kesällä. Saatu kiva noin +25% tuotto jo sisään.
- Nyt markkina-arvo näyttää kohonneelta, mutta mukana uudet osakkeet ja investoinneista tulevat tuotot näkyvät vasta 2014 ja 2015
- P/E olisi nyt noin 8 vuodelle 2013 ilman uusia osakkeita kohonneella osakehinnalla

Petrovietnam Drilling 10,8%	Peak 2007	2012	H1/2013	20EE
Revenue	1 349	11 949	6 902	28 000
Earnings	116	1 332	691	2 400
Market Cap	21 080	10 088	14 269	25 000
Equity	792	6 994	8700	11 000

VND/Osake



Hopefluent 6,2%

M-arvo 1,5 mrd. tavoite 3,8 mrd. Potentialiaali 160%

Bisnes

Asunnonvälitys, Kiina

Kehitys

Teki hyvän tuloksen vuodelta 2012 ja myös H1/2013 mennyt erittäin hyvin. Liikevaihdon kasvua +29,2% ja tuloskasvua +25,6%. Tosin joutui tekemään realisoitumattomia kulukirjauksia vaihtovelkakirjalainan vastuista ja näytti virallista tuloskasvua vain 8,6% ensimmäisellä vuosipuoliskolla.

Kirjasi vuoden 2012 ensimmäisellä puoliskolla 17 649 asunto-kauppaa ja vuoden 2013 ensimmäisellä puoliskolla 20 570 kauppaa.

Yhtiö ohjeistaa myös vahvaa syksyä 2013. Yhtiö ei ole avannut uusia toimipisteitä mutta on palkannut lisää välittäjiä vuoden 2013 aikana.

Maksaa suhteessa kassatulokseen pienen osavuosiosingon, mutta ohjeistaa koko vuoden osingon olevan yli 30% kokonaisnettotuloksesta. Tekee koko vuodelta 2013 reippaasti yli 200 milj nettotuloksen.

Tykkään

- Vahvaa näyttöä tuloksellisesta fikstusta kasvusta
- Helppo todentaa bisnes, kun kaupat rekisteröityy julkiseen kiinteistörekisteriin

	Peak 2007	2012	H1/2013	20EE
Hopefluent 6,2 %				
Revenue	774	1 782	1 021	2 700
Earnings	110	187	89	280
Market Cap	1 799	1 211	1 458	3 800
Equity	548	1 280	1 378	1 400



VST Holdings 6,1%

M-arvo 2,4 mrd. tavoite 5,2 mrd. Potentiaali 120%

Bisnes

Elektroniikan tukkukauppias, Kiina + Kaakois-Aasia

Kehitys

Liikevaihdon kasvu H1/2013 +8,1%, tuloksen kasvu H1/2013 +7,3%

Rahoitusasema hyvä ja maksaa kohtuullisen osingon.

Ohjeistaa koko vuodelle 2013 samantyyppistä liikevaihdon ja tuloksen kasvua, tulos asettunee 450 – 500 miljoonan väliin.

Määrävin osa kaupasta tulee Kiinasta.

Tykkään

- Bisnes ei ole kiinni minkään tietyn brändin tai tuotteen noususta tai laskusta, vaan ylipäättään kaikkien laitteiden käytön kasvusta Kiinassa ja muualla Kaakois-Aasiassa.
- Liian alhainen arvostus juuri nyt

VST holdings 6,1 %	Peak 2010	2012	H1/2013	20EE
Revenue	22 091	37 098	19 336	45 000
Earnings	261	444	248	650
Market Cap	3 864	2 187	2 366	5 200
Equity	2 134	3 001	3 120	3 200

HKD/Osake



Labixiaoxin Snacks 5,2%

M-arvo 4 mrd. tavoite 8 mrd. Potentiaali 99%

Bisnes

Snack-tuotteet, Kiina

Kehitys

Vuonna 2012 syntyi liikevaihtoa 1,55 mrd ja vuosi 2013 päättynee 1,9 ja 2 mrd Rmb väliin. Kasvua 20-25%. H1/2013 liikevaihto kasvoi +21,3% ollen 975 milj. Tulos kasvoi +23,6%, 186,7 milj.

Yhtiöllä on moderni tuotanto, hyvä tuotemerkki ja jatkuva tuotekehitys. Hyvät mahdollisuudet kasvaa laajentuen muualla Kiinaan uusien jakelijoiden kautta. Kasvaa myös uusien tuottein.

Lanseerannut mansikan- ja banaaninmakuiset maitopohjaiset välipalajuomat. Jelly-pakkauslinjalle ideoinut samoihin pakkauksiin menevät hyvänmakuiset suklaakeksi-snacksit.

Ohjeistaa liikevaihdon kasvun jatkuvan lähivuodet melko varmasti vähintään 20% / vuosi. Osinkoa voi odottaa noin 20% tuloksesta, jakaa vain vuosiosingon.

Tykkään

- Moderni tuotemerkki New Chapter
- Tuotteet hyvännäköisiä ja -makuisia
- Yhtiö sopii kasvaessaan monen ison Kiina-fundin pitosalkkuun ja voi saada hyvinkin ison P/E -lukeman

Labixiaoxin Snacks 5,2 %	Peak 2012	2012	H1/2013	20EE
Revenue	1 280	1 547	975	4 200
Earnings	222	278	186	520
Market Cap	2 658	3 502	4 013	8 000
Equity	1 433	1 659	1 775	2 400

HKD/Osake



Singyes Solar 4,9%

M-arvo 4 mrd. tavoite 10 mrd. Potentiaali 153%

Bisnes

Aurinkopaneelien asennustyöt Kiinassa

Kehitys

	H1/2013	H1/2012
Liikevaihto	1 704	1 288
Tulos	171	135

Liikevaihto hyvässä kasvussa ja tulos seuraa.

Asensi vuonna 2012 140 megawattia asiakasprojekteja ja vuonna 2013 täyttyy ainakin 260 megawattia. Lisäksi tehnyt yhden oman 100 megawatin projektin omiin nimiinsä, jonka myydessään sijoittajalle tulee kirjaamaan hyvin tuottoa.

Vuonna 2013 H/1 jopa perinteisten ikkunapaneelien käyttökate nousi hieman, koska uusia materiaaleja käytössä nk. eko-ikkunoissa.

Yhtiö tulee yltämään vuonna 2013 noin 4 mrd liikevaihtoon ja myös lähivuodet näyttävät lupaavilta. Olettaisn yhtiön vuonna 2014 pitävän noin 10% markkina-osuutensa ja nappaavan noin 500 megawattia Kiinan 5 gigawatin budjetista. Osinko nousemassa 10% pay outista yli 20% pay outiin. Osinko nousee myös reippaasti kasvavan tuloksen myötä.

Tykkään

- Hyvää kyytiä, vaikka osake heiluvainen
- Yhtiöllä osaamista ja kykenee palvelemaan alan toimijoita eri tasoilla Kiinassa

Singyes Solar 4,9%	Peak 2013	2012	H1/2013	20EE
Revenue	2 406	3 098	1 704	8 000
Earnings	291	329	171	750
Market Cap	4 586	4 155	3 949	10 000
Equity	1 524	1 845	2 023	2 500

HKD/Osake



Lalin Property 4,6%

M-arvo 3,8 mrd. tavoite 5 mrd. Potentiaali 30%

Bisnes

Asunnonrakentaja, Thaimaa

Kehitys

Lalin teki ensimmäisen vuosipuoliskon aikana liikevaihtoa 1 215 milj ja tulosta 226 milj. Koko viime vuoden liikevaihto oli 1 730 milj ja tulos 269 milj. Lalin ylittää vuonna 2013 reippaasti isompaan liikevaihtoon ja tulokseen kuin vuonna 2012.

Yhtiö maksaa myös osavuosituloksen 12 satangia osakkeelle.

Osake on pitänyt hyvin kutinsa viime kuukausien markkinamyllerryksessä, koska tulosodotukset ovat vahvoja. Osake treidaa edelleen vain 0,9 arvolla suhteessa kirja-arvoonsa.

Tykkään

- Hyvä konservatiivinen johto
- Vähävelkainen

Lalin Property 4,6 %	Peak 2003	2012	H1/2013	20EE
Revenue	3 130	1 730	1 215	2 500
Earnings	784	269	226	450
Market Cap	11 138	3 482	3 844	5 000
Equity	2 564	4 063	4 200	4 000

THB/Osake



Credit China 4,2%

M-arvo 1,3 mrd. tavoite 3,5 mrd. Potentialiaali 173%

Bisnes

Rahoitusyhtiö, Kiina

Kehitys

H1/2013 Yhtiön liikevaihto laski 1,1% ja myös tulos laski 10,6% vuoden 2012 ensimmäiseen puoliskoon nähden.

Yhtiö sai uuden Microfinance-toimiluvan vuoden 2012 lopussa Chong Chingin kaupunkiin ja on omien sanojensa mukaan käyttänyt resurssejaan uuden bisneksen laajentamiseen, mikä koituu pitkällä aikavälillä yhtiön eduksi.

Yhtiön kaavailema kiinteistörahasto ei ole startannut.

En odottanut yhtiöltä kovaa kasvua, mutta olen pettynyt H1-lukuihin.

Credit China 4,2%	Peak 2011	2012	H1/2013	20EE
Revenue	115	302	134	500
Earnings	52	150	61	250
Market Cap	2 531	1 151	1 282	3 500
Equity	391	757	1 165	1 000

HKD/Osake



VOF / Investment Trust 3,6%

M-arvo 0,5 mrd. tavoite 1,9 mrd. Potentialiaali 200%

Bisnes

Vietnamilainen suljettu sijoitusyhtiö / rahasto

Kehitys

Rahaston osakkeet treidaa Lontoon pörssissä noin 30% alle Portfolion osakekohtaisen markkina-arvon.

Viimeisin NAV on heinäkuun lopulta 2,95

NAV on kasvanut ja osuuden arvo nousi kevään mittaan, mutta ollut viime aikoina uudestaan laskussa.

Rahasto on kotiuttanut tuottoja salkkuun ja on ostanut - ja ostaa - käteisellä markkinoilta omia osuuksiaan alihintaan takaisin.

Tykkään

- Arvonnousua pitäisi tulla kahta kautta. Osakesalkun arvojen kehittyessä ylöspäin, sekä kun NAV discount umpeutuu Vietnamin markkinan lähtiessä kestäväään nousukauteen.

VOF / Investment Trust 3,6%	Peak 2006	2012	H1/2013	20EE
Net asset Value	4,76	2,91	2,95	5,00
Share Price	4,78	2,12	2,00	6,00
Premium / (Discount)	0%	-27%	-32%	20%
Market Cap	1 552	550	522	1 566

USD/Osake

