



Sijoittajakirje 3/2019

24.9.2019

Hyvä Asiakas,

- PYN Eliten keskeiset omistukset (82 % salkusta) P/E 7,1 vuodelle 2021.
- Vietnamilla eniten vapaakauppasopimuksia.
- Vietnamin virallisen BKT:n korjaus johtaa hallituksen lisäinvestointeihin.
- Pörssiyritysten vuosittainen tuloskasvu +15-20 %.
- Vietnamin pörssin indeksitavoite nostettu 1 800 pisteeseen.
- Vietnam MSCI:n Emerging Market -kandilistalle kolmen vuoden kuluessa.

VIETNAMIN MAKROTALOUS

Vietnamin talouden kunto on vahva ja talouden rakenteet kunnossa. Seuraavien kymmenen vuoden kasvunäkymiä on erittäin vaikea murentaa. Hiljattain (vuodet 2009-2012) koettu Vietnamin pankkien ja kiinteistömarkkinan merkittävä luhistuminen, kotimarkkinan lama ja pohjakosketus loi terveen pohjan pitkälliselle rakenteelliselle kasvu-uralle tuleviksi vuosiksi eteenpäin. Moni asia talouden rakenteessa pitäisi vuosien kuluessa kehittyä epäterveeksi, että maassa päädyttäisiin uuteen lamakauteen. Maailman tilanteet toki vaikuttavat Vietnamiin, mutta todennäköisesti äkillinen isompi kuoppa maailmantaloudessa veisi mehut vain hetkellisesti Vietnamin viennin kasvulta. Maailmanlaajuisen talousshokin vaikutus nähtäisiin Vietnamin pörssiin, mutta sekin tapahtuma olisi V-muotoinen, hieman samantyyppinen kuin teknokuplan vaikutus Thaimaan pörssiin vuosina 2000-2003. Tuolloin Thaimaan taloudessa elettiin vuoden 1997-1998 laman jälkeistä nousuaikaa, ja pörssi reagoi teknokuplaan vahvasti sentimentin kautta vuonna 2000, mutta sen jälkeen pörssi palasi seuraamaan maan omaa hyvää talouskehitystä.

Thaimaan pörssi vs. maailman pörssit

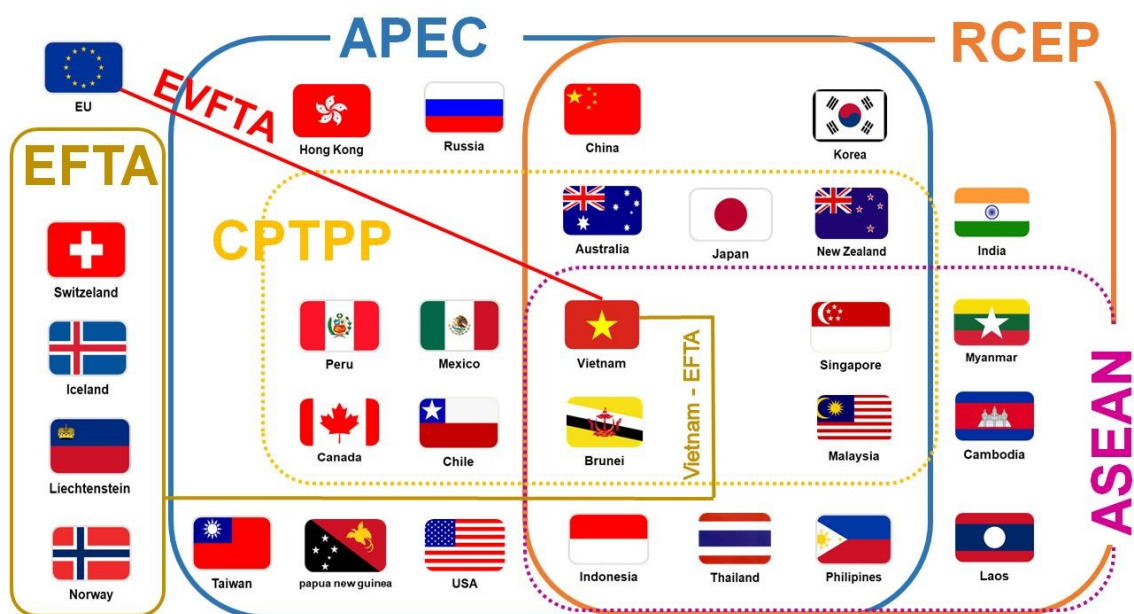
	Thaimaan pörssi	Maailman pörssit
1999	38 %	24 %
2000	-43 %	-13 %
2001	24 %	-17 %
2002	21 %	-20 %
2003	126 %	34 %

Lähde: Bloomberg

KAUPPASOTA

Vietnam on ollut USA:n ja Kiinan kauppasodan hyötyjä. Lisääntyneet investointipäätökset Vietnamin teollisuuteen ja vientikysynnän kasvu ovat näkyneet selvästi. Osa näistä hyödyistä tulee vaikuttamaan Vietnamin teollisuuteen pitkäaikaisesti, vaikka USA-Kiina -kauppasopimus nopeasti saataisiinkin päätökseen. Vietnam on kauppapoliittisesti maailman kärkisijoilla. Vietnamilla väitetään olevan enemmän vapaakauppasopimuksia kuin millään muulla maalla maailmassa. Vietnamin keskuspankki on viisaasti pitänyt Vietnamin valuutan dongin vahvana kauppasodan aikana, ja siten on madallettu USA:n vastatoimiriskiä Vietnamin vientiä kohtaan. Vietnam on menestynyt yli vuosikymmenen ulkomaankaupassa kasvattaen markkinaosuuttaan maailmalla, mutta Vietnamin viennin osuus USA:n kokonaistuonnista on kuitenkin vain n 3 %.

Vietnamin vapaakauppasopimukset



Lähde: Asia Business Consulting

VIETNAMIN BKT

Suomen kansantalouden koko oli kymmenen vuotta sitten 250 mrd. USD, ja nyt kymmenen vuotta myöhemmin Suomen BKT on 275 mrd. USD. Vietnamin BKT oli 106 mrd. USD kymmenen vuotta sitten ja vuonna 2019 Vietnamin bruttokansantuotos saavuttanee 330 mrd. USD -tason

Aprikoimme leikillisesti joskus taannoin, kuinka pitkään menee, että Vietnamin kansantalouden kokonaistuotanto kasvaessaan noin 7 % vuosittain, tulee ohittamaan Suomen tason. Tänä vuonna se on tekemässä ison loikan Suomen ohi. Vietnamin hallinto on jo pitempään käynyt keskusteluja Maailmanpankin ja Kansainvälisen valuuttarahaston IMF:n edustajien kanssa maan bruttokansantuotteen laskentatavan modernisoinnista. Vietnamin valtion tilastokeskus ilmoitti elokuussa, että sopiva malli korjauksille on löytynyt, ja sen myötä maan BKT-lukemia korjataan takautuvasti ylemmäs noin 25 %. Olemme itse olleet suoraan yhteydessä Maailmanpankin dataosaston edustajiin näistä ehdotetuista korjausliikkeistä ja saaneet tämältyyppisille muutoksille vihreää valoa, mistä on pääteltävissä, että kyse ei ole Vietnamin hallituksen vippaskonstista alentaa valtion talouden suhteellista velkaantumista.

Ohessa laskelmat aiottujen muutosten vaikutuksista keskeisiin makrotalouden tunnuslukuihin. Mielestämme asia on erittäin tärkeä, ja se voi luoda Vietnamin hallitukselle mahdollisuuden uusiin investointeihin ja niiden rahoitukseen.

Vietnamin BKT-laskennan ehdotettu korjaus

	Vanha laskentatapa		Korjattu laskentatapa	
	2018	2019	2018	2019
BKT (mrd. USD)	245	265	307	332
Julk. velka/BKT	58 %	53 %	47 %	44 %
Ulkoinen velka/BKT	46 %	42 %	37 %	34 %
Pörssin markk.arvo/BKT	72 %	74 %	58 %	61 %
BKT per asukas (USD)	2 564	2 730	3 215	3 424

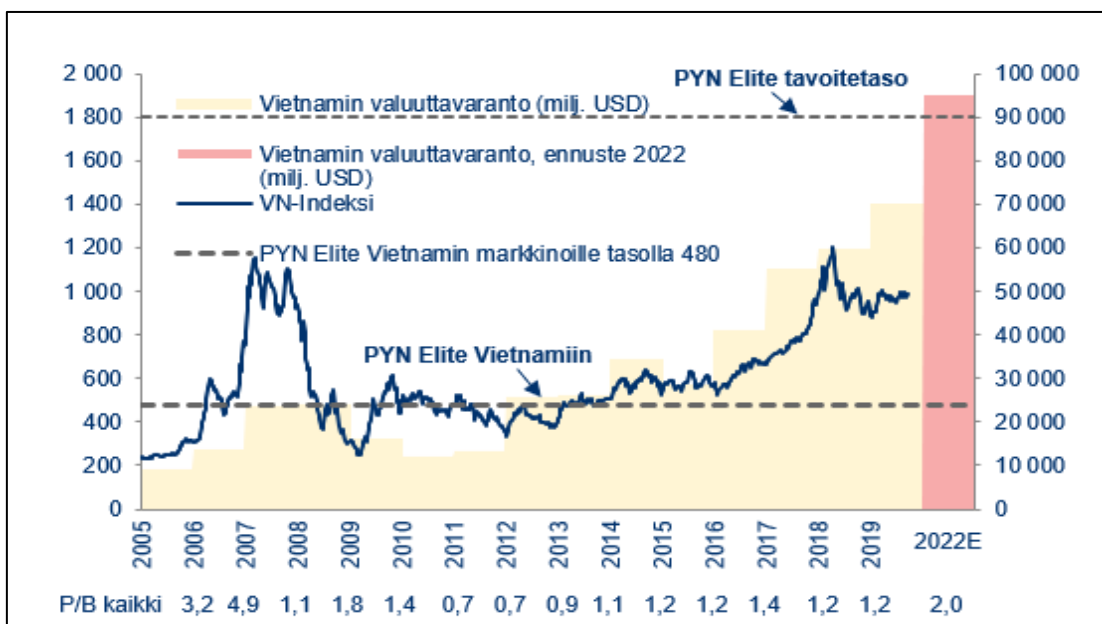
Lähde: Maailmanpankki, Vietnamin tilastokeskus ja valtiovarainministeriö

PÖRSSI-INDEKSIN TAVOITETASON NOSTO

Olemme nostaneet Vietnamin pörssin tavoitetasomme 1 800 pisteeseen, koska maan talouskasvun jatkuvuuden ennustettavuus on parantunut, ja pörssiyritysten hyvänä jatkuva tuloskasvu tuntuu entistäkin ilmeisemmältä useiksi vuosiksi eteenpäin. Tavoitetaso asettaminen vuoteen 2022 on tässä suhteessa vaikeampi ennustaa tarkan vuosiluvun osalta, koska indeksitavoitteen toteutumistahtiin vaikuttaa myös olennaisesti maailman tapahtumat, vaikka ne eivät sinällään ole ratkaisevassa roolissa itse tavoitetaso määrittämisessä.

Uskomme kolmen vuoden aikana Vietnamin finanssimarkkinan modernisoinnin etenevän monin tavoin johtaen myös Vietnamin pääsyyn MSCI:n ”Emerging Market” -markkinastatuksen noston kandidaatille. Modernisoinnin elementtejä ovat: uusi arvopaperimarkkinalaki, nykyisen investointi- ja yrityslain muutokset, pörssin kaupankäyntijärjestelmän muutos, joka mahdollistaa nk. ”daytradingin” (osakemyyntisaamisten käyttö uusiin osakeostoihin) sekä pörssiyritysten ulkomaalaislimiitti-käytäntöjen muutos. Indeksini tavoitetaso kuvaajassa tuomme esiin Vietnamin valuuttavarannon kasvun, joka madaltaa Vietnamin maariskiä, ja on osaltaan vaikuttamassa maan pörssin arvostuskertoimien nousupotentiaaliin.

Vietnamin pörssi-indeksin uusi tavoitetaso



Lähde: PYN Fund Management, ADB, Bloomberg

Viimeiset 2-3 vuotta Vietnamin pörssimarkkinaa ovat dominoineet erityisesti korealaisten rahavirrat, jotka ovat suuntautuneet pörssin isoimpiin Indeksiyhtiöihin. Samaa kehitystä ovat kompanneet sijoitusvirrat ETF-rahastoista, jotka ovat keskittyneet sijoituksiinsa VN30-yhtiöihin. Pörssin isoimpien yhtiöiden ja keskisuurten sekä pienten yhtiöiden keskinäiset arvostuserot ovat kasvaneet ja vääristäneet jo liikaakin yhtiöiden fundamenttien arvostamista, vaikka tietty arvostusero onkin perusteltua osakkeiden likviditeetin ja riskitasojen mukaisesti. Samantyyppistä polarisaatiokehitystä on nähty muuallakin esim. USA:n pörssimarkkinat suhteessa kehittyviin markkinoihin, US-dollarin vahvuus jne. Fundamentaalisesti kiinnostavimmat osakkeet löytyvät parhaillaan kehityksestä jälkeenjääneistä markkinoista ja tällaisten markkinoiden jälkeenjääneistä osakekategorioista.

P/E-lukemat - PYN Eliten keskeiset omistukset, VN30 ja VNX All Shares -indeksit

	2019	2020	2021
PYN Elite*	9,7	8,5	7,0
VN30-indeksi	16,7	14,3	12,2
VNX All Shares	13,1	11,1	9,4

Lähde: PYN Fund Management, Bloomberg

*PYN Eliten ”keskeiset omistukset” kattaa salkun 23 yhtiötä, ja niiden osuus on 82 % koko salkusta. Keskeisten omistusten osalta P/E-lukua laimentaa EPS-lukemissa huomioitujen osakelisäykset täysimääräisesti, minkä vuoksi itse yhtiöiden tuloskasvu on P/E-luvun indikoimaa muutosta suurempaa, ja salkkuyhtiöiden liikevaihto ja tulos CAGR asettuvat tasolle 25 %.

Saigonin pörssi on juuri hyväksynyt kolme uutta alaindeksiä, jotka on suunniteltu yhdessä ETF-rahastoyhtiöiden kanssa. Näille indekseille tullaan lanseeraamaan loppusyksyn aikana ETF-rahastot. Kaksi indekseistä koostuu Vietnamin pörssikehitystä jätättäneistä pankki-, vakuutus- ja meklariyhtiöistä ja kolmas on nk. ”FOL täynnä” -yhtiöindeksi. Nämä ETF:t saavat ostaa paikallisia osakkeita, ja siten niillä voi olla jatkossa merkittäväkin rooli VN30-indeksin ulkopuolisten osakkeiden pörssinoteerausten muodostuksessa. Kauppahintojen muodostuminen on ollut tähän asti ongelmallinen asia, koska ”FOL täynnä” -yhtiöillä käydään pörssin ulkopuolista kauppaa eri hintaan kuin pörssissä, koska niiden ulkomaalaiskiintiöt ovat täynnä.

VALUUTAT JA TERMINOINTI

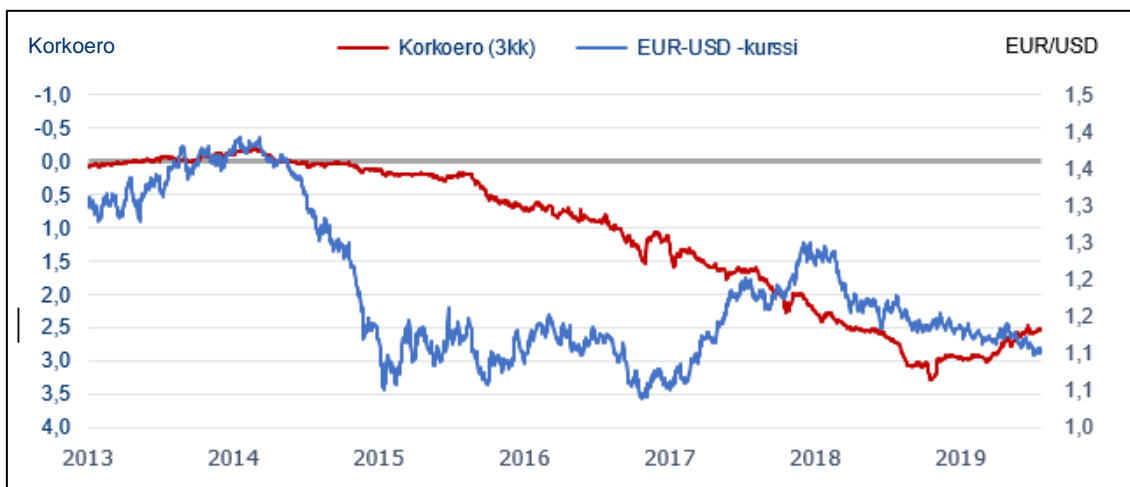
Vietnamin valuutta dong on pysynyt vuoden 2019 hyvinkin vakaana suhteessa USA:n dollariin.

Vietnamin keskuspankillla on ollut tapana antaa menneinä vuosina Vietnamin dongin devalvoitua vuosittain 1-3 % tukeakseen viennin kilpailukykyä. Nyt on toisin. Valuuttavarannot ovat kasvaneet, ja Vietnamin vienti ei tunnu enää tarvitsevan dongin devalvoitumista, mistä on osoituksena viennin jatkuva kasvu haasteellisenakin vuonna 2019, vaikka dong on pidetty suhteellisesti vahvana. Usean muun ASEAN-alueen maan vientitulot ovat tänä vuonna pienentyneet.

Päätimme keväällä lukita kymmenen vuoden aikana euron heikentymisestä saamamme hyödyt ja ryhtyä terminoimaan EUR-USD-väliä. Päätöksen myötä luovuin mahdollisista lisähyödyistä euron heikkenemisen suhteen, mutta samalla toimenpiteellä poistimme salkusta riskin valuuttaparin toissuuntaisesta liikkeestä. Olemme lyhyellä aikavälillä ”menettäneet” lisätuottoja tehdyn terminoinnin johdosta, mutta terminointi on toiminut salkun kehitystä tasaavana tekijänä eli salkun arvon muutoksiin ovat vaikuttaneet lähinnä osakkeet, vaikkakin terminointikustannus raskuttaa meille myös kuluja korkoeron verran.

Jatkamme salkun terminointia lähivuodet. Viimeksi EUR/USD -korkeero on ollut eurolle nettopositiivinen vuonna 2014, sittemmin ero on kasvanut suureksi ja valuuttaparin kurssi on seurannut tätä kehitystä. Korkeero on lähtenyt jo kaventumaan, ja uskomme korkeeron yhä kaventuvan lähivuosina, myös EUR-USD-valuuttaparin tulisi kehittyä viiveellä samaan suuntaan. Mielestämme EKP:n tuleva pääjohtaja saattaa edeltäjänsä herkemmin tunnustaa negatiivisten ohjauskorkojen tehottomuuden kasvun aikaansaamiseksi, jolloin Euroopassa keskityttäisiin enemmän finanssipoliittisiin keinoihin rahapolitiikan sijaan kasvun elvytyksessä. Negatiivisilla ohjauskoroilla ei mielestämme saada aikaan investointeja, vaan päinvastoin- niillä vaikutetaan kielteisesti odotuksiin, ja pidetään investoinnit jäissä korkojen psykologisen vaikutuksen voimalla. Toki valuuttaparin muutoksia voivat äkillisesti vauhdittaa myös monet muutkin seikat. Fundamentaaliset syyt kuten Euroopan vaihtotaseen ylijäämät suhteessa USA:n alijäämiin ovat jääneet viime aikoina vähemmälle huomiolle.

EUR/USD -hintakäyrä ja korkeero



Lähde: Bloomberg

PYN ELITE-SALKUN KESKEISIMMÄT YHTIÖT TOP 12

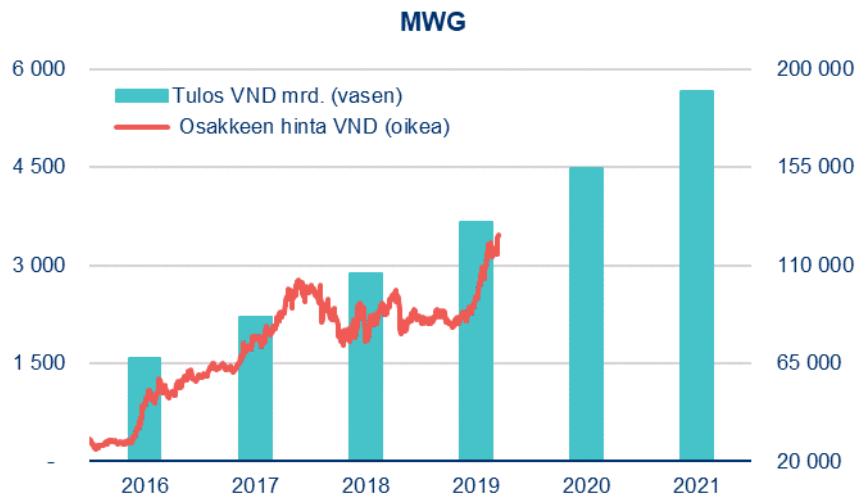
MWG - Mobile World Group (salkussa 19,9 %)

Vietnamin johtava vähittäiskauppias. Kolme kauppaketjua: mobiililaitteet, kodinkoneet ja -elektroniikka sekä päivittäistavarat. Voimakkain kasvu: päivittäistavaraketju BHX ja ryhmän online-myynti. Päivittäistavarakauppa on hionut toimintamalliaan kuntoon, ja yhtiön perustamat 900 kauppaa ovat vasta alkutaivalta laajenemiselle. BHX:n liikevaihto ryhmässä kasvaa parin kolmen vuoden kuluessa 10 %:n osuudesta lähemmäs 50 %:n osuutta.

Vietnamin pörssin yhtiöistä MWG on liikevaihdoltaan jo nyt viidenneksi suurin. MWG:lle on ollut tyyppillistä ylittää vuosittain asetetut tulostavoitteet, ja tänä vuonna tuttu tapa toistuu. Vaikka tuloskehitys ei ole koskaan pettänyt, niin yhtiön osake ei ole kehittynyt pörssitaipaleen aikana tasaisesti, vaan siihen sisältyy pitkiä hiljaisia jaksoja. Esimerkiksi listautumisvuoden syksystä 2014 maaliskuuhun 2016 osake liikkui vaakasuooraan puolitoista vuotta, Samoin marraskuusta 2017 maaliskuuhun 2019 ajoittui arvonmuodostukseltaan pitkä hissukajakso.

Osakkeen positiiviset tuottojaksot ovat olleet lyhyehköjä ja terhakkaita. Vuonna 2016 +120 % seitsemän kuukauden aikana, vuonna 2017 +60 % seitsemän kuukauden aikana ja 2019 toukokuusta-syyskuulle +40 %. Yhtiön arvostus on edelleen vaatimaton; P/E 13.5 vuodelle 2020. Käynnissä olevasta osakkeen tuottojaksosta voi muodostua hyvinkin merkittävä huomioiden

aiemmat osakkeen hinnan repäisykaudet. Osake on arvostettu PYN Eliten salkussa päivän pörssihintaan, vaikka ulkomaalaiskiintiön osakkeiden kaupat toteutuvat pörssin ulkopuolisissa kaupoissa premiumhinnoin.

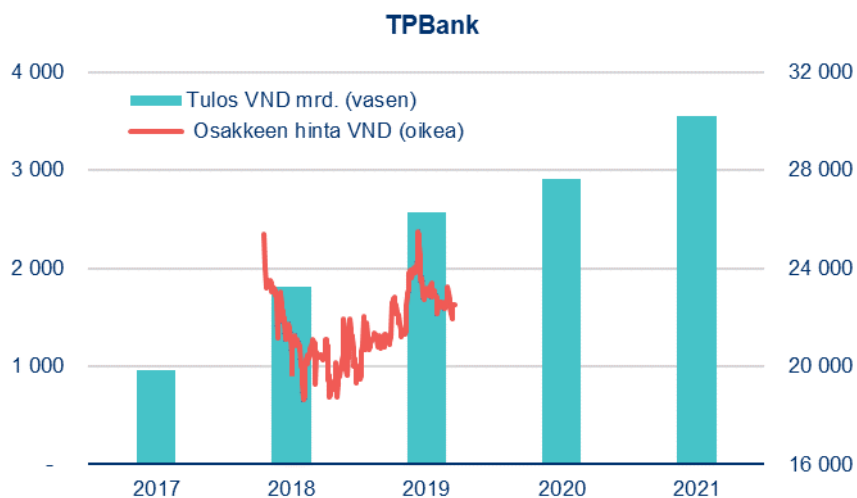


Lähde: PYN Fund Management, Bloomberg

TPB – TP Pankki (salkussa 10,5 %)

Pienehkö vietnamilainen pankki, edelläkävijä digitaalisissa palveluissa ja autorahoituksessa keskeinen markkinaosuus. Yrittäjävetoinen. Merkittävänä pankin osakkeenomistajina Softbank Japanista ja FPT (Vietnamin johtava IT-teknologiafirma). Meillä 5 % siivu TP Pankista.

Tulos hypähti vuonna 2018 ja nousee hyvin myös vuonna 2019 ja näkymät tästä eteenpäin valoisat. Saattaa kasvaa myös hankkimalla omistukseensa valtion keskuspankin tarkkailussa olleen kulutusluottoyhtiön. Meillä TP Pankin positiossa pieni 10 % tuotto sisällä, mutta osake on kärsinyt Vietnamin pankkisektorin osakkeiden yleisestä 18 kk alamäestä. Osake treidaa 6-7 P/E-luvulla, ja sektorin kaikilla osakkeilla potentiaalia irtiottoon.

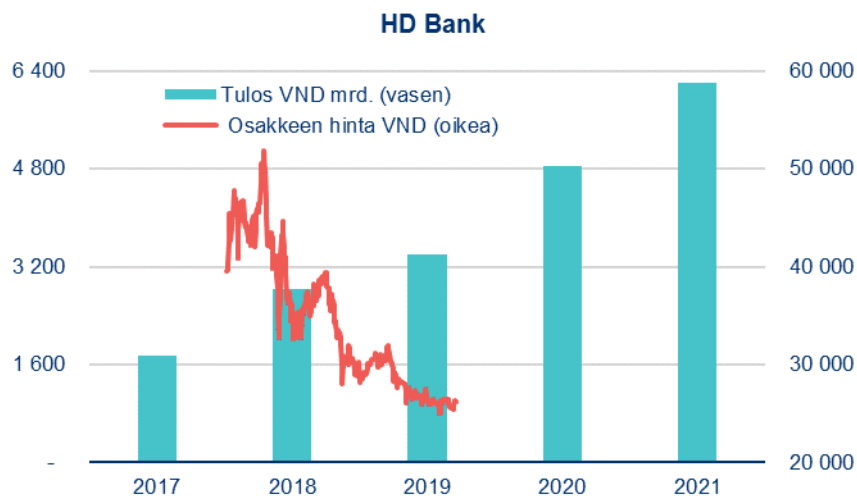


Lähde: PYN Fund Management, Bloomberg

HDB - HD Pankki (salkussa 8,3 %)

HD-Pankki on keskisuuri vietnamilainen liikepankki. Yhtiö on hyvässä kasvussa, ja sillä on erittäin osaava johto. Yhtiön fuusio valtio-omisteisen PG Pankin kanssa on viivästynyt, mutta tullee päätökseen vuodenvaihteessa.

Viimeisten kahden vuoden aikana listatut pankit TCB, VPB ja HDB saivat listautumisanneissaan korkeat arvostukset, koska näiden pankkien kasvunäkymät olivat erinomaiset vuosiksi eteenpäin. Vietnamin keskuspankki hieman hillitsi kulutusluottoyhtiöiden ja pankkien kasvua kuluneitten 12 kk aikana ja sai nämä osakkeet tulemaan kunnolla alas. Nyt ne ovat kaikki liian halpoja ottaen huomioon Vietnamin luottojen pitkän aikavälin 15 % vuosikasvunäkymän, uusien palvelujen lanseeraukset ja palvelumaksujen kasvupotentiaalin.



Lähde: PYN Fund Management, Bloomberg

Meidän ostohintamme HDB Pankin osakkeille on 33 000 dongia, ja osake treidaa nyt tasolla 26000 dongia. Olemme lisäilleet omistustamme ja harkitsemme myös yhtä uutta pankkiosaketta salkkuumme. Osakkeen P/E 7.5 ja ensi vuodelle P/E 6.5. HD Pankki on lähiviikkojen aikana ryhtymässä omien osakkeiden ostoihin - yhtiön johdon mielestä osake on väärin arvostettu. Olemme samaa mieltä arvostuksesta.

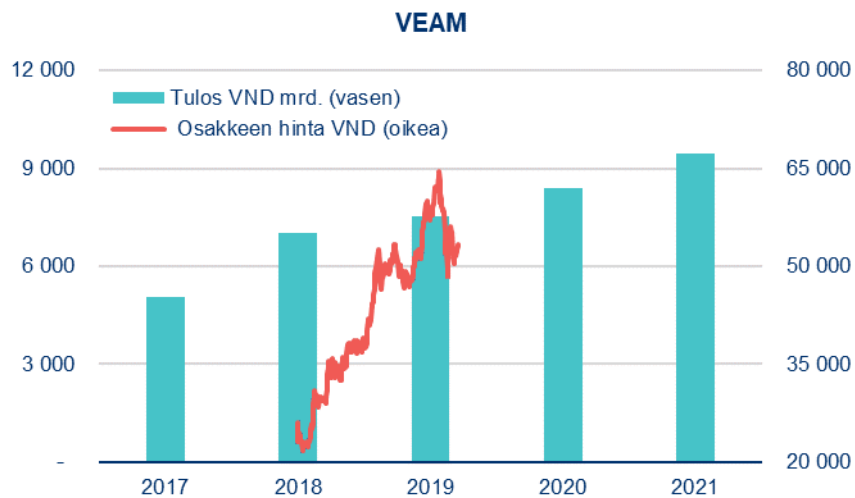
VEA - VEAM (salkussa 7,8 %)

VEAM on valtion enemmistöomisteinen listattu holding-yhtiö, jonka merkittävin bisnes on autojen ja mopediä valmistus Fordin, Toyotan ja Hondan yhteistyöyrityksissä. Kaikissa näissä kolmessa kokoonpanotehtaassa VEA:n omistusosuus on alle 50 %, ja VEA saa tulonsa niistä vuotuisen runsaan osinkovirran kautta. Autotehtaita johdetaan kunkin ulkomaisen brändiyhtiön mukaisessa kurissa ja ohjeistuksessa, ja niitä johtavat näiden yhtiöiden nimeävät ammattilaiset. VEA:lla on ollut menneinä vuosina jonkin verran omaa traktori- ja pienkuormurituotantoa. Näissä touhuissa on syntynyt myös sekulia inventaariota ja poiskirjauksia hieman vielä tekemättä, mutta ongelmat ovat pieniä suhteessa yhtiön kassavirtoihin.

VEA:n pörssiäival on vasta vuoden vanha, ja yhtiöstä on kehittymässä aito blue chip, jolla on isot kassavirrat ilman isompia investointipaineita. VEA maksaa korkean osingon omistajilleen.

Osake treidaa toistaiseksi Vietnamin OTC-listalla, mutta yhtiö on hakemassa osakkeen listausta päälistalle vuonna 2020. Olemme onnistuneet keräämään osaketta hyvin kuluneen vuoden aikana.

Mopedituotannon ei voi olettaa tuovan enää isoja kasvulukuja, jollei sitten maassa siirrytä jossain vaiheessa sähkömopojen käyttöön Vietnamin hallituksen päätöksellä. Autojen penetraatio on vielä mitätön, 5 %:n luokkaa Vietnamin. Erään paikallisen yrityksen aloitettua tänä vuonna oman vietnamilaisen automerkin valmistuksen, on valtiolta odotettavissa verotuksellisia toimia kotimaassa tuotettujen autojen hyväksi suhteessa tuontiautoihin. Tästä hyötynee myös VEA, vaikka valtio toki panostaa pääasiallisesti julkisin varoin rahoitettavaan julkiseen liikenteeseen. P/E 8 ja osinkotuotto 8.



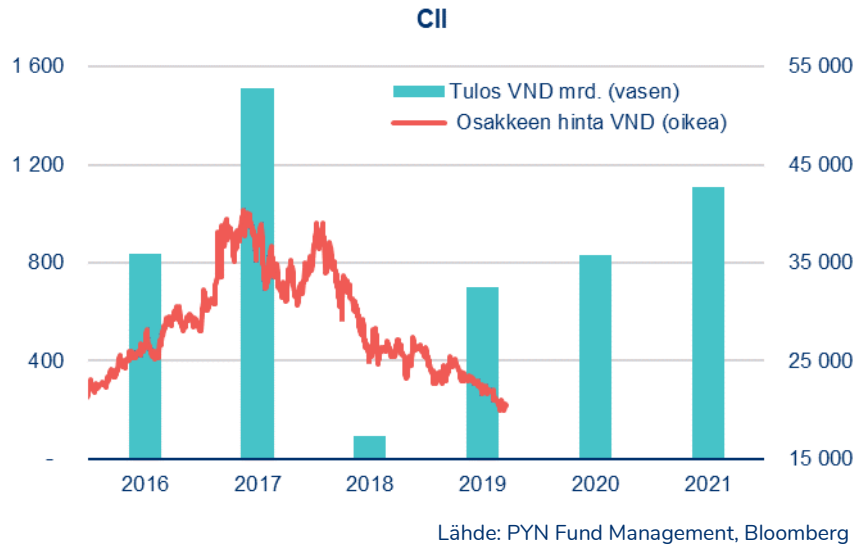
Lähde: PYN Fund Management, Bloomberg

CII - CII INFRASTRUCTURE (salkussa 5,3%)

Infrastruktuurirakentaja, joka on keskittynyt erityisesti Saigonin alueelle. Yhtiöllä on ollut vahva asema mm. tullitiehankkeissa, ja se omistaa huomattavia maa-alueita Ho Chi Minh Cityssä.

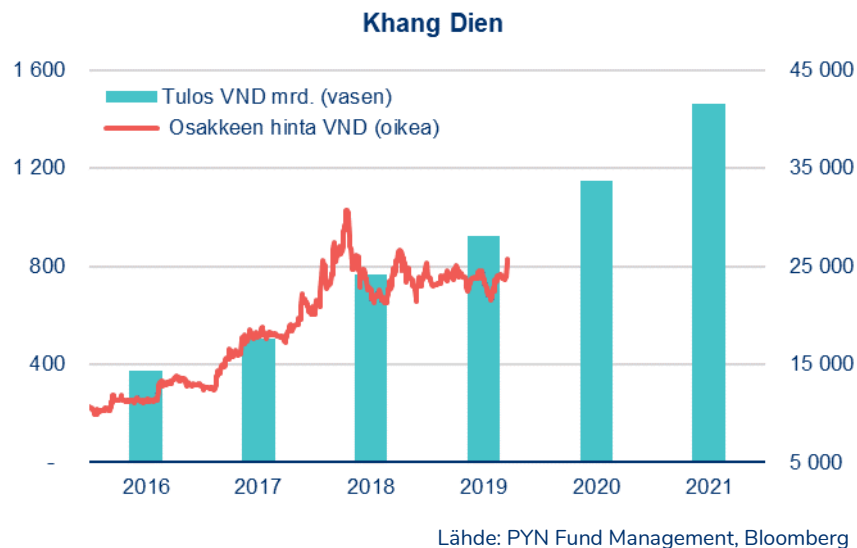
CII:n ongelmaksi ovat muodostuneet sekä Thu Thiemin alueen maahankkeet että tieprojektit, joissa molemmissa yhtiöllä on mielenkiintoiset assetit, mutta joiden arvojen realisoitumista on hidastanut valtion erityistoimet virastojensa toimintojen tutkinnoissa. Koko kiinteistöalalla Vietnamin lupien saanti ja vanhojen sopimusten uudelleentarkistukset ovat olennaisesti hidastuneet parin vuoden aikana. Vuosi 2018 oli menetetty vuosi tästä syystä CII:lle, ja osake on tullut reippaasti alaspäin. Ei ihanteellinen toimiala olla kiinni, mutta CII on hyvä yhtiö, ja osake tulee takaisin ylöspäin, kun asiat rullaavat eteenpäin. Tälle vuodelle syntyy ihan ok tulos ja PE on 7,0.

Takaraja isomman vaihteen saamiselle kaikkeen infra- ja kiinteistöalan toimintaan siintää vuodenvaihteessa 2020-21, kun lähestytään Vietnamin keskushallinnon nuorennusta ja uutta hallituskautta. CII:n toimitusjohtaja on juuri ostanut pörssistä kolme miljoonaa yhtiön osaketta ja rekisteröinyt ilmoituksen ostaakseen kolme miljoonaa osaketta lisää lähiviikkoina.



KDH - Khang Dien (salkussa 4,5%)

Asuntorakennuttaja, jonka isoimmat projektit ja maaomistukset ovat hyvillä paikoilla Saigonissa, ja jonka asuntokysyntä on hyvässä kasvussa jatkuvan kaupungistumisen myötä. Khang Dien on arvostettu brändi. Olemme olleet pitkään yhtiössä mukana, ja osake on tuonut meille tuottoja. KDH otti haltuunsa valtiojohtoisen passiivisen kiinteistöyhtiön, jolla keskeisiä maaomistuksia, ja ne alkavat tuloutumaan asuntoprojekteiksi KDH johdolla lähivuosina. Näistä projekteista yhtiö on saanut lisänostetta lähivuosien näkyמינסä, mutta meidän pitomme kannalta osake on alkanut lähestyä sopivaa arvostustasoa. Vuodelle 2020 P/E 12.

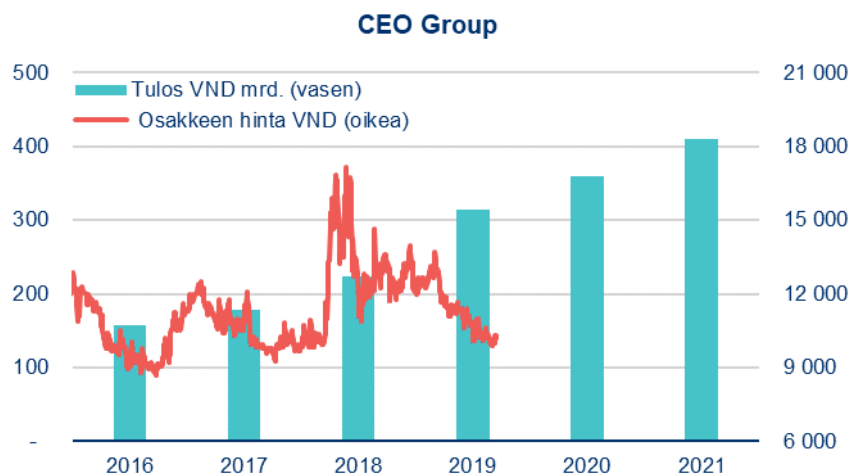


CEO - CEO Group (salkussa 3,6%)

CEO Group on opportunistinen kiinteistöalan toimija, jonka suurimmat kohteet ovat matkailukohteissa Phu Quocin ja Van Don saarilla. Van Don saaren turismia on alettu kehittää vauhdilla vasta viime vuosina, ja CEO on ominut itselleen valtaisan merenranta-

alueen sieltä. Alue paloitellaan moneen käyttöön; CEO jatkokehittää osan maa-alasta, ja osa myydään maapaloina pois.

CEO Groupin osakkeen ongelmana ovat olleet osakepääoman korotukset, jotka ovat dilutoineet osakekohtaisia tuloksia, vaikka kerätyt varat on sijoitettu viisaasti raakamaahan, jonka arvo nousee nopeasti. Tällä hetkellä saamme oikaistuksi osakekohtaiseksi nettotasearvoksi yhtiölle 25 000 dongia per osake eli 2,5 kertaa osakkeen kirja-arvo. Osake treidaa 10 000 dongin tasolla, mikä on sama kuin hankintatasomme osakkeelle. Haluamme olla mukana CEO:n kehityksessä, vaikka osakkeen hinnan muutoksia on vaikea arvioida, ja osakkeen liikkeet ovat olleet pettymys. Osake treidaa P/E-luvulla 7 ja P/B alle 0.9.



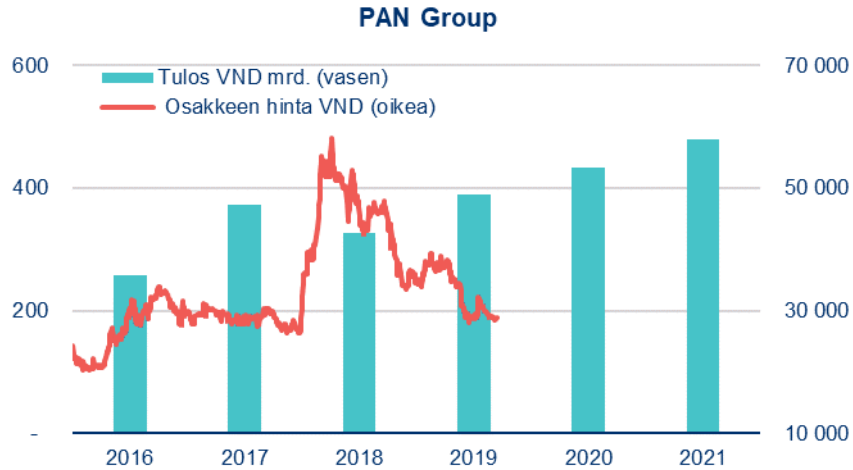
Lähde: PYN Fund Management, Bloomberg

PAN - PAN Group (salkussa 3,2%)

PAN-konsernin liiketoimintojen yhteinen nimittäjä on ruoka, ja sen toimintojen kirjo on laaja: leipomoteollisuus, kylvösiemenet, pähkinät, kalafileet. Yhtiön keskeisin tavoite on toiminnoissaan kehittää jatkojalostettuja kuluttajatuotteita.

Olemme olleet yhtiössä mukana hyvin varhaisesta vaiheesta ja tehneet salkkupositiomme sisään hyvän tuoton. Osake nousi strategisen partneridiilin neuvottelun aikana hyvin, ja onnistuimme myymään jonkin verran osaketta pois tuon jakson aikana. Osakkeen luisuttua uudestaan olemme jääneet odottavalle kannalle positiomme kanssa.

Yhtiö onnistui kaappaamaan listatun leipomoyritys Bibican omistuksen itselleen ja muutenkin näkymät ovat ihan ok. Yhtiö treidaa nyt P/E 11-12 -tasolla, mikä ei ole halpa eikä kallis.

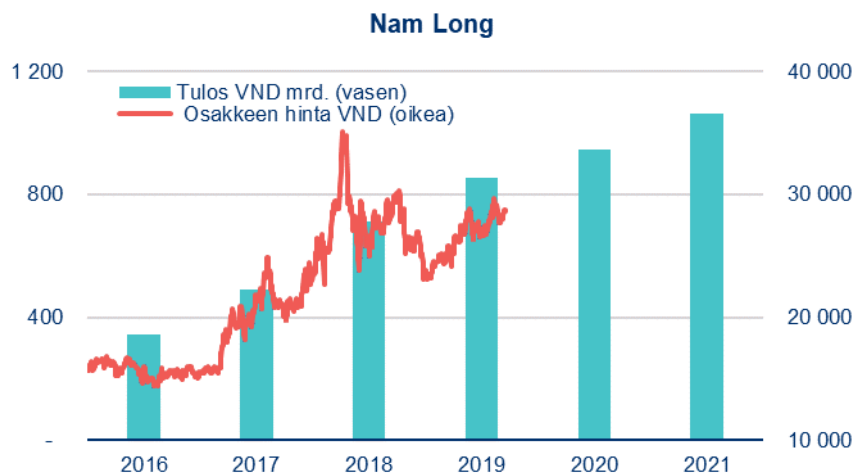


Lähde: PYN Fund Management, Bloomberg

NLG - Nam Long (salkussa 3,0%)

Nam Long on saigonilainen asuntorakennuttaja, jolla on Vietnamin vahvin brändi ”affordable”-asuntomarkkinalla. Yhtiöllä on useita omia projekteja käynnissä ja yhteistyöhankkeita japanilaisten yhtiöiden kanssa, jotka ovat osamistajina mukana NLG:n yksittäisissä projekteissa. NLG:n isoin hanke on Saigonin kaupunkialueen liepeillä nimeltään ”Waterpoint”. Waterpoint tuli kesällä myyntiin, ja se on myynyt yli odotusten, ja alueen maan hinta on myös ollut mukavasti nousussa. Waterpoint on iso maa-alue ja siitä riittää myytävää useiksi vuosiksi.

Yhtiön osake otti reippaan takaiskun viime vuonna, kun yhtiö julkisti aikeensa toteuttaa osakepääoman korotus paikallisille sijoittajille manageratakseen ”FOL täynnä” olevaa kiintiötään erään VVK-lainan konvertoimiseksi. Aie peruttiin osakkeen mentyä alas ja asia ratkaistiin toisin. Osake on lähtenyt sittemmin toipumaan, mutta on edelleen alhaisilla arvostustasoilla ja toipumiseen menee aikaa. Waterpointin lanseeraukseen liittyvä riski on poistunut, ja osakkeella on senkin takia olennainen nousuvara verrattuna aikaan, jolloin Waterpointin myyntimenestystä jouduttiin vain arvioimaan. P/E 8.

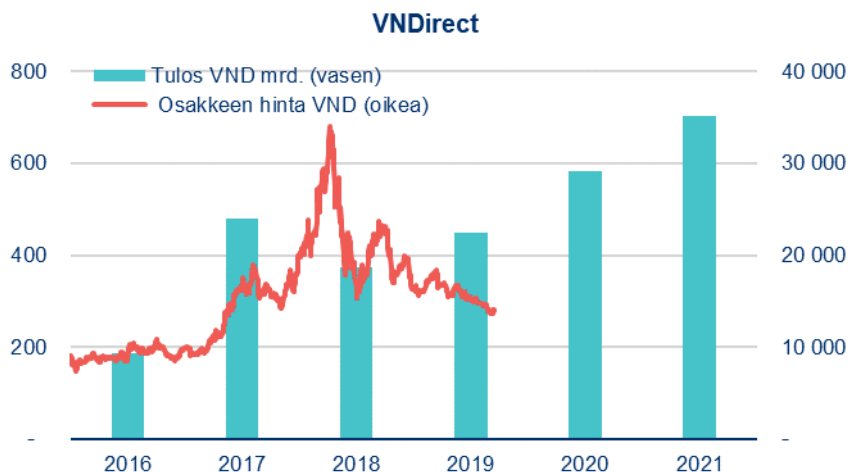


Lähde: PYN Fund Management, Bloomberg

VND – VNDirect (salkussa 2,7%)

Vietnamin johtava online-osakevälittäjä. Viime vuonna korealaiset alan tahot neuvottelivat strategisesta mukaantulosta, mutta diiliä ei syntynyt, vaikka hintataso oli houkuttelevan korkea yhtiön pääomistajan kannalta. Sen jälkeen osakkeen kurssi on laskenut.

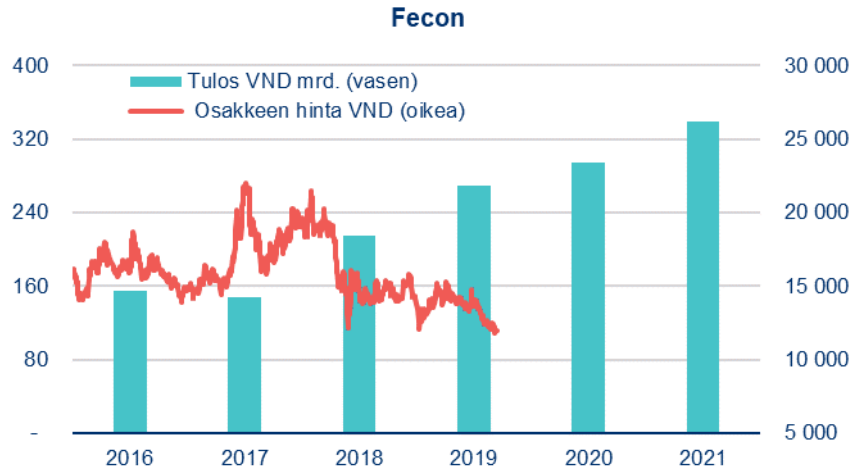
Brokerien komissioiden pohjahintaa ei enää säädellä, joten pörssivälityksen kilpailu on syömässä jonkin verran katteita. Samaan aikaan moni yhtiö, VNDirect mukaan lukien, panostaa uusien tuotteiden ja palvelumuotojen kehitykseen. Pörssimarkkinan volyymit tulevat nousemaan reippaasti, kun pörssi siirtyy aikanaan moderniin setlauskäytäntöön ja daytrading mahdollistetaan. Tästä tulee hyötymään erityisesti VNDirectin kaltaiset vähittäisasiakkaita palvelevat yhtiöt. Yhtiön hallituksen puheenjohtaja on ryhtynyt jo viime vuoden aikana reippaisiin toimiin yhtiön uudistamiseksi. Nähtäväksi jää syntykö merkityksellistä hyvää, toistaiseksi moni otettu uusi askel on sekoittanut yhtiön johtoa. Mielestämme pitopaperi, jolle koittaa kyllä aikansa, kun pankki- ja finanssisektori taas lähtee nousuun. Nyt aivan liian halpa koska yhtiö kuitenkin sopivasti tuloksellinen, vaikkakin muutospaineissa. P/E 6.5.



Lähde: PYN Fund Management, Bloomberg

FCN – FECON (salkussa 2,2%)

Infrastruktuurirakentamiseen fokuoitunut rakennusyhtiö, kotipaikkanaan Hanoi. Yhtiöllä menee hyvin, mutta osakekurssissa se ei näy. P/E 5 ja potentiaali osakekurssin parantumiseen lähivuosina. Toimialaa rassannut yleisemmin rakentamislupien hyytyminen keskushallinnon operaatiossa kitkeä korruptiota valtion rakennusprojekteista, Feconin keskeiset asiakkaat yksityisiä yrityksiä, ja se tekee valtion hankkeissa osurakointeja yksityisille rakennusyhtiöille.



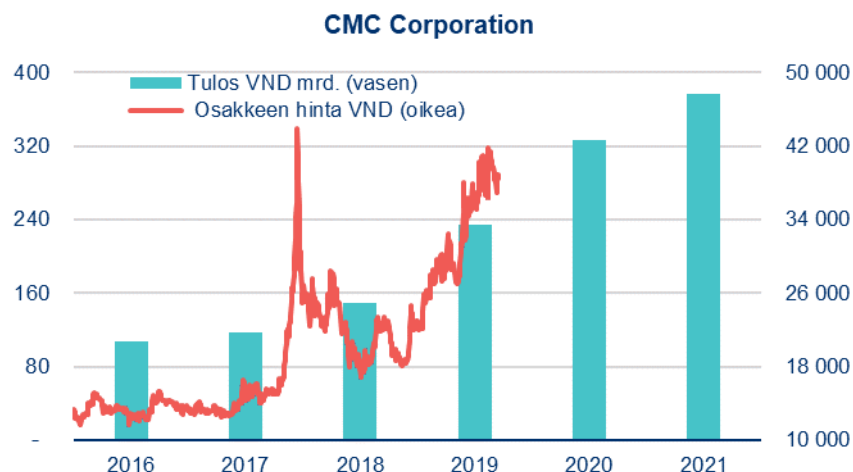
Lähde: PYN Fund Management, Bloomberg

CMG - CMC Corporation (salkussa 1,6%)

IT-alan osaja, jolla selkeä strategia. Keskittynyt kotimarkkinan IT-sovelluksissa erityisesti finanssi- ja pankkisektoriin. Kasvattaa ulkomaille suunnattua IT-ulkoistamispalvelubisnestään, missä vietnamlaista koodaustyötä myydään keskeisille ulkomaisille asiakkaille.

Outsourcing-bisneksessä Samsung ollut pitkään CMG:n asiakas. CMG on syksyn alussa tehnyt strategisen diilin ja ottanut suunnatulla annilla osakkaakseen Samsungin (omistus 30 %). Samsung olisi halunnut isommankin omistuksen, mutta yhteisellä sopimuksella omistus jäädytetty tälle tasolle lähivuodeksi. Samsung tulee kasvattamaan CMG-asiakkuuttaan reippaasti ja CMG saa täten isomman roolin Samsungin Aasian IT-toiminnoissa.

CMG:llä on mielenkiintoista Venture Capital -toimintaa pienten vietnamlalaisten IT-alan startup -yritysten parissa. Osake noussut hyvin Samsungille suunnatun annin ansiosta.



Lähde: PYN Fund Management, Bloomberg

Mielestämme seuraavien viiden vuoden suunnitelmat vaikuttavat hyvin mielenkiintoisilta ja lisäävät nousupotentiaalia myöhemmin, vaikka nyt koetun hypähdyksen jälkeen osake saattaa kehittyä vaakasuoraan jonkin aikaa. Omistamme yhtiöstä 5 % ja olemme viiden suurimman osakkeenomistajan joukossa. P/E 16, ensi vuodelle P/E 12.

LOPUKSI

Salkkumme on hyvässä asennossa. Pyrimme maksimoimaan lähivuosien tuotot edelleen merkittäväillä yhtiökohdistuksilla, mutta harkitulla riskinotolla. Tämä on tarkoittanut käytännössä sitä, että olemme pitäneet salkussa hyvän tuottopotentiaalin omaavia osakkeita, mutta samaan aikaan kiinnittäneet erityistä huomiota sijoitusten laatuun yhtiöiden toimintatavan, koon ja likviditeetin osalta. Viimeisen vuoden aikana tämän toimintaohjeen myötä olemme mm. kotiuttaneet voitot HBC Rakennusyhtiöstä ja lisänneet merkittävästi mopedi ja autotehtaiden holding yhtiötä VEA:a. Viime vuoden vaihteessa otimme voitot myös toisesta rakennusyhtiöstä VCG:stä, koska kaksi omistavaa tahoja kamppailivat sen määräysvallasta, ja saimme kisan aikana osakkeista suhteellisen hyvän hinnan ostoihimme nähden. Vastentahtoisesti olemme joutuneet myymään jonkun verran MWG:n osakkeita osakkeen noususta johtuen pitääksemme sen osuuden salkussa sääntöjemme mukaisesti alle 20 prosentissa. Nuo kaupat on toteutettu off-market premiumhinnoilla, jotka ovat olleet noin 20 prosenttia korkeampia kuin osakkeen pörssinoteeraus.

Vietnamiin on hyvä matkailu ja sijoittaa, vielä mahtuu mukaan, Myöhemmin niin matkailun massat kuin sijoitusvirran massit saattavat moninkertaistua.

PYN ELITE

Petri Deryng

Salkunhoitaja

LIITE: PYN Eliten suurimmat omistukset 13.9.2019

VASTUUVAPAUTUSLAUSEKE: Tämä on yleisesitys, joka perustuu julkisista markkinainformaatiojärjestelmistä kerättyihin tietoihin ja edustaa PYN Fund Management Oy:n näkemystä mainittuna ajankohtana. Kyseessä ei ole sijoitusneuvonta tai sijoitussuositus. Esityksen perusteella ei tule tehdä sijoituspäätöstä taikka päätöstä merkitä tai lunastaa rahasto-osuuksia. Esityksessä olevia arvioita, lukuja ja tietoja voidaan muuttaa ilman erillistä ilmoitusta. PYN Fund Management Oy on pyrkinyt hankkimaan luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta ei takaa esityksen tietojen täydellisyyttä tai oikeellisuutta eikä vastaa esityksen sisältämien tietojen, lukujen ja arvioiden mahdollisista virheistä tai puutteista eikä näistä mahdollisesti aiheutuvista välittömistä tai välillisistä vahingosta. Historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Sijoituksen arvo voi tulevaisuudessa nousta tai laskea. Sijoittaja voi sijoitusrahastoon tehdyn sijoituksensa lunastaessaan saada takaisin vähemmän kuin hän siihen alun perin sijoitti taikka menettää sijoittamansa summan. PYN Elite Erikoissijoitusrahasto ei ole Sijoittajien korvausrahaston eikä Talletussuojarahaston piirissä. Rahaston säännöt, avaintietoesite sekä muut rahastojulkaisut ovat saatavilla osoitteesta www.pyn.fi tai PYN Fund Management Oy:stä. Asiakkaan tulee aina tutustua näihin ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

PYN Eliten suurimmat omistukset

Yhtiö	2018	2019E	20EE	PYN Elite tuotto-odotus	Yhtiö	2018	2019E	20EE	PYN Elite tuotto-odotus
MWG: Mobile World 19,4% (122 400)					CEO: CEO Group 3,7% (10 300)				
Liikevaihto	86 516	108 520	180 000		Liikevaihto	2 246	3 200	8 000	
Tulos	2 879	3 658	5 500		Tulos	223	315	700	
Markkina-arvo	37 445	54 185*	100 000	85 %	Markkina-arvo	1 976	2 651*	8 000	202 %
Oma pääoma	8 977	10 142	22 000		Oma pääoma	1 891	3 148	6 000	
TPB: TP Bank 10,7% (22 500)					PAN: PAN Group 3,2% (28 700)				
Liikevaihto	4 378	5 418	10 000		Liikevaihto	7 829	12 016	16 000	
Tulos	1 805	2 571	3 800		Tulos	327	389	600	
Markkina-arvo	16 969	18 598*	45 000	142 %	Markkina-arvo	5 916	4 880*	10 000	105 %
Oma pääoma	10 622	11 747	20 000		Oma pääoma	3 690	4 100	6 000	
HDB: HD Bank 8,3% (26 000)					NLG: Nam Long 3,0% (28 750)				
Liikevaihto	7 646	9 731	18 000		Liikevaihto	3 480	3 485	8 000	
Tulos	2 842	3 400	5 800		Tulos	713	855	900	
Markkina-arvo	29 724	25 506*	80 000	214 %	Markkina-arvo	6 170	7 130*	14 000	96 %
Oma pääoma	15 635	19 035	30 000		Oma pääoma	4 600	5 900	8 000	
VEA: VEAM 7,4% (52 500)					VND: VNDirect 2,8% (14 050)				
Liikevaihto	7 070	6 720	11 000		Liikevaihto	1 538	1 721	3 000	
Tulos	7 010	7 552	10 500		Tulos	373	449	800	
Markkina-arvo	51 823	69 762*	120 000	72 %	Markkina-arvo	3 420	2 930*	12 000	310 %
Oma pääoma	24 641	28 062	40 000		Oma pääoma	2 983	3 500	5 000	
CLI: HCMC Infrastructure 5,4% (20 650)					FCN: Fecon 2,2% (12 000)				
Liikevaihto	2 686	3 200	5 000		Liikevaihto	2 846	3 860	7 000	
Tulos	95	740	1 000		Tulos	215	270	480	
Markkina-arvo	6 436	5 118*	12 000	134 %	Markkina-arvo	1 406	1 434*	4 000	179 %
Oma pääoma	4 988	5 115	7 000		Oma pääoma	1 804	1 870	3 000	
KDH: Khang Dien 4,4% (23 950)					CMG: CMC Corporation 1,7% (38 900)				
Liikevaihto	2 917	3 475	7 000		Liikevaihto	5 186	6 609	12 000	
Tulos	808	924	1 200		Tulos	159	234	420	
Markkina-arvo	13 663	13 039*	18 000	38 %	Markkina-arvo	2 162	3 890*	8 000	106 %
Oma pääoma	6 867	7 941	10 000		Oma pääoma	1 058	1 900	3 000	

Suurimmat omistukset 13.09.2019. Yhtiöiden luvut mrd. VND

20EE: Tavoitteemme seuraavalle kolmelle vuodelle markkina-arvon, liikevaihdon, tuloksen ja oman pääoman arvon suhteen

* Markkina-arvo 13.09.2019