

28.5.2025

ESITTELYSSÄ PYN ELITEN TAKTISESTI KOHDISTETTU SALKKU

TRUMPIN PERHEYHTIÖ ODOTTAA TUOTTOJA VIETNAMISTA

Presidentti Donald Trumpin poika Eric ja Vietnamin pääministeri Phạm Minh Chính olivat viime viikolla juhlatunnelmissa. Trumpin yhtiö haluaa rakentaa Vietnamiin 1,5 miljardin dollarin golfresortin, ja nyt maa-alueesta tehtiin vuoteen 2075 saakka ulottuva leasingsopimus. Ajoitus herättää kysymyksen: jos presidentti Trump aikoo pitää Vietnamilla 46 % tullitariffit ja heikentää olennaisesti maan kilpailukykyä, miksi Trumpin perheyhtiö investoi samaan aikaan Vietnamiin ja tavoittelee sieltä hyviä tuottoja. Pörssisijoittajan yksinkertainen johtopäätös on, että Trumpin tariffit asettuvat lopulta tasolle, joka takaa Vietnamin menestystarinan jatkumisen.

Trump-yhtiön golfhanketta juhli arvovaltainen kaarti. Keskellä Vietnamin pääministeri Pham Minh Chính ja oikealla laidalla Eric Trump.



Lähde: Lehtikuva

Vietnamin pörssin P/S-lukema houkuttelevan alhaisella tasolla

VN-indeksin P/S



Lähde: Bloomberg

Vietnamin pörssi on houkuteltavasti hinnoiteltu treidaten 1,3 P/S-luvulla. Samalla Vietnamin talouskasvu jatkuu paisuttaen pörssiyhtiöiden liikevaihtoja ja markkinan nousupotentiaalia. Vietnamin pörssin P/E-lukema vuodelle 2025 on 11:n tasolla. Lisäksi Vietnamin keskipitkän ajan kasvunäkymät ovat voimistuneet nykyisen johtotroikan aikana.

Samalla kuitenkin USA:n aloittama tariffihässäkkä on tekemässä vuoden 2025 pörssiliikkeistä äärimmäisen vaikeasti ennustettavia. USA:n heikentyvä talouskasvu, maailmankauppaan saadut häiriöt, Fedin rahapoliittiset toimenpiteet, Vietnamin tariffidiili USA:n kanssa, USA:n dollarin arvon kehitys, USA:n valtion velan rahoitus. Kiinan ja USA:n väliset jännitteet, ja sijoittajien rahavirtojen uudelleen kohdistukset. Näkymät ovat usvaiset, ja sumutorvea pitää tööttäillä aktiivisesti.

Useat tekijät voivat viedä Vietnamin pörssiä ylös- tai alaspäin riippuen tapahtumien ajoituksesta ja voimakkuudesta. Vietnamin pörssiyhtiöt voivat kasvattaa lähimmän parin vuoden aikana bisneksiään, jolloin tämän päivän hinnoin pörssin P/S-arvostus valahtaisi lähelle erittäin alhaista 1,0:n tasoa. Vietnamin jämäkkä poliittinen tilanne, vahvistuva talouskasvu sekä pörssiyhtiöiden tuloskasvu yhdessä suosiollisen rahamarkkinatilanteen ja pörssin modernisoinnin kanssa puoltavat argumentointia, että Vietnamin pörssin P/S-arvostus saattaisi nousta lähemmäksi tasoa 2,0. Meno ei varmastikaan tule olemaan tasaista, kun ottaa huomioon pelkästään seuraavien kuuden kuukauden sisään ajoittuvat epävarmuudet. Kenenkään ei kuitenkaan tarvitse olla huolissaan Vietnamin tai PYN Eliten salkun suhteen, vaikka matkalle ajoittuisikin takapakkeja. Vähävelkaisen maan vähävelkaiset pörssiyhtiöt toipuvat mahdollisista iskuista nopeasti.

Vietnamin talouslukemista lyhyesti:

- Bruttokansantuote kasvoi ensimmäisen kvartaalin aikana +6,9 %.
- Huhtikuun kulutuskysyntä nousi +11,1 % kiihtyen entisestään Q1:n +9,9 %:sta.
- Huhtikuun viennin lukemat olivat vahvat: kasvua +19,8 %.

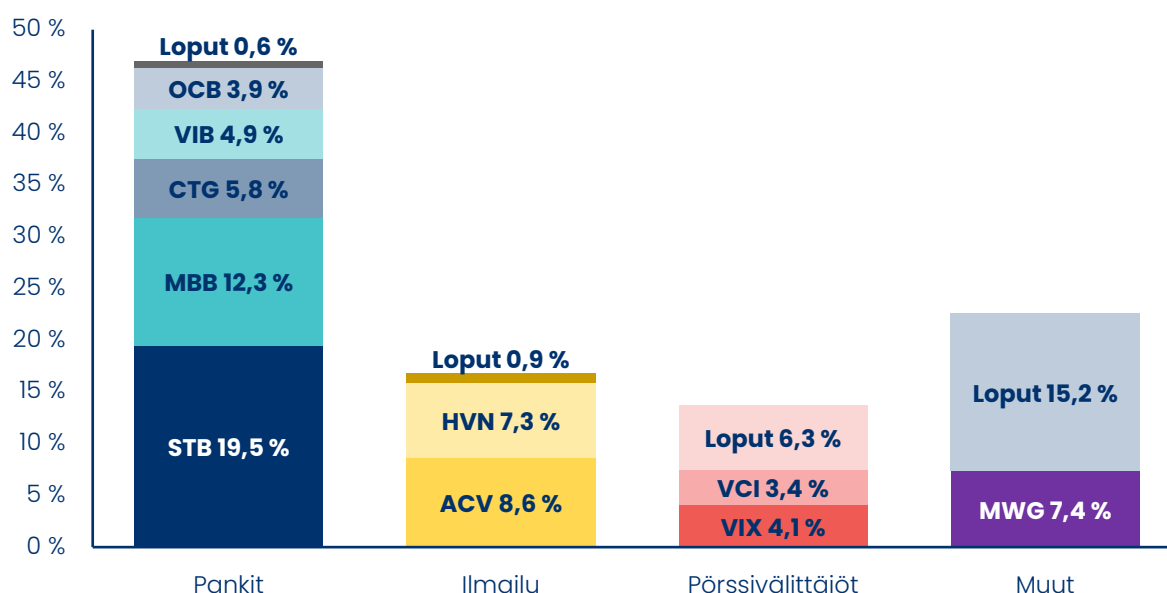
Vienti Yhdysvaltoihin kasvoi +34 %. Jatkossa viennistä Yhdysvaltoihin saadaan heikkeneviä lukemia, mitä ei pelasta edes kohtuullinen tariffisopimus. Tariffien pelossa USA:ssa varastot on täytetty, ja samaan aikaan USA:n kulutuskysynnän voi olettaa heikkenevän. Kohtuullinen tariffisopimus USA:n kanssa saisi kuitenkin Vietnamin pörssiin lisää vauhtia ja vahvistaisi myös Vietnamin valuuttaa dongia.

PYN ELITEN SALKUN KOHDISTUKSET: PANKIT, BROKERIT JA ILMAILU

PYN Eliten salkku on erittäin selkeästi painottunut Vietnamin kotimarkkinoiden kysynnän mukana kasvaviin yhtiöihin. Tästä hieman poiketen on ilmailuala (ACV ja HVN), johon vaikuttaa myös kansainvälinen Vietnamiin suuntautuva lentoliikenne. Samaan ryhmään kuuluu lentorahtiyhtiö SCS, jonka bisnes on sidoksissa maailmankaupan suhdanteisiin. Salkun pienissä painotuksissa on mukana 2 %:n osuudella VHC, jonka pangasius-kalafileisiin perustuva bisnes on suoraan tulilinjalla USA:n tariffien kanssa, vaikka kalafile onkin perustuote, joka menee kaupaksi sekä nousu- että laskusuhdanteissa.

Maailmanmarkkinoiden kysynnän nousu- ja laskusyklien mukana sykkiviä raaka-ainetuottajia tai alan palveluyrityksiä meillä ei ole salkussa. Vietnamin kiinteistöyhtiöt, joihin kuuluvat muun muassa asuntorakentajat ja teollisuuspuistot, ovat tällä hetkellä alipainossa. Vietnamin asuntomarkkinan suhdannekäännös vaikuttaa kuitenkin epäsuorasti PYN Eliteen sen merkittävän pankkipainon kautta.

PYN Eliten salkun jakauma toimialoittain per 26.5.2025

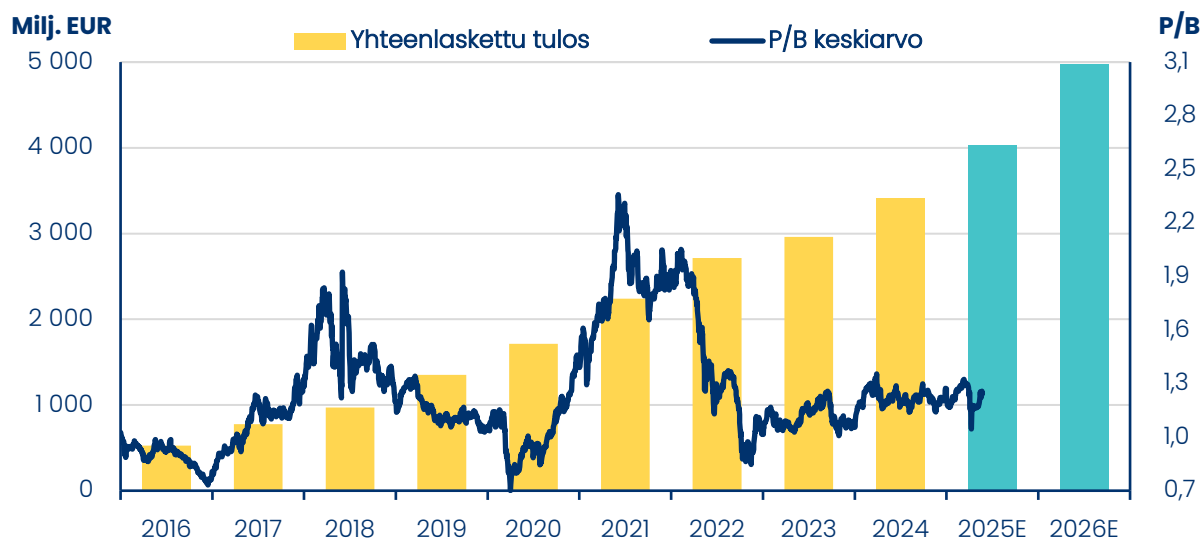


Lähde: PYN Fund Management

PANKIT

Pankit ovat edelleen PYN Eliten salkussa selkeässä ylipainossa 47 % osuudella, vaikka kevään aikana luovuimme TPB-pankin osakkeista kotiuttaen niistä pienehkön tuoton. Kevättalven aikana VIB-pankki nostettiin isoon painoon ja myös MBB:n osuutta on nostettu. Pankkisektorilla on takanaan pari hankalampaa vuotta, jolloin tulokset kasvoivat totuttua hitaammin. Taustalla olivat syksyn 2022 yrityslainamarkkinan ongelmat ja niiden kerrannaisvaikutukset kiinteistömarkkinoille ja kuluttajien luottamukseen. Tänä vuonna pankkien luottovarauskirjausten kokonaistarve laskee olennaisesti ja tulokset nousevat sen mukaisesti. Lisäksi kesäkuussa saataneen Vietnamin kansalliskokouksen päätös lakialoitteesta nro 42, joka sallii pankeille vakuuksien selvästi nopeamman realisoinnin, mikä tuo varmasti olennaisia lisätuottojen kirjauksia. Aiemmin tämä prosessi on ollut hyvin byrokrattinen.

PYN Eliten pankkien tuloskasvu kiihtyy ja arvostukset hyvin alhaisia

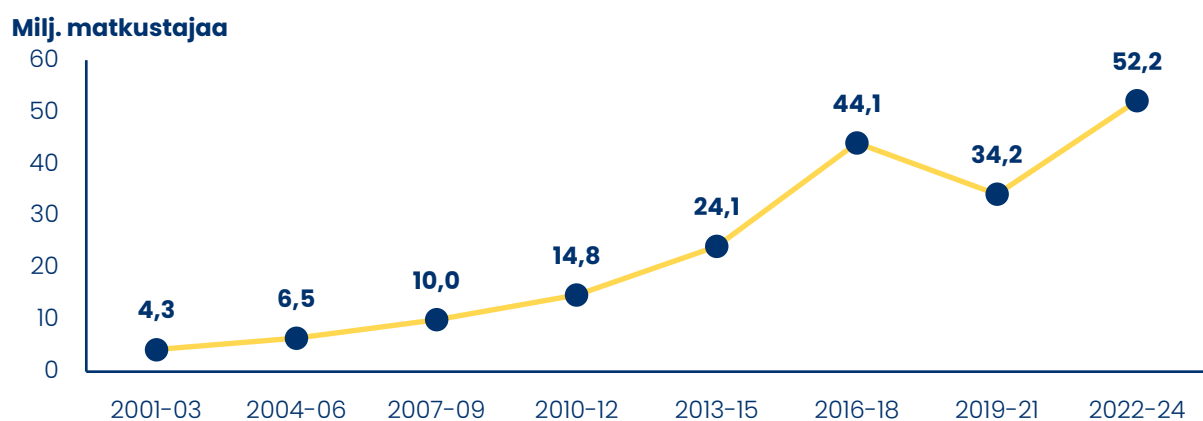


Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

ILMAILU

Ilmailualan paino salkussa on 17 %. Lentokenttäyhtiö ACV ja Vietnam Airlines HVN ovat mukana merkittäväällä painolla, ja lentorahtiyhtiö SCS pienellä 1 %:n salkkuosuudella, tosin omistusosuutemme yhtiöstä on 3,5 %. Vietnamin lentoliikenne on vahvassa pitkän ajan kasvutrendissä ja tämä jatkunee seuraavat kymmenen vuotta. Oheisessa kaaviossa on jaettu Vietnamin ilmailualan kasvu kolmen vuoden jaksoihin. Kahdessakymmenessä vuodessa matkustajavolyymit ovat kymmenkertaistuneet, vaikka koronavuodet pysäyttivät kasvun hetkellisesti. Menimme mukaan lentokenttäyhtiöön ja lentorahtiyhtiöön koronavuosien aiheuttamassa poikkeustilanteessa. Tuorein hankinta Vietnam Airlines otettiin mukaan salkkuun noin vuosi sitten, sekin erikoistilanteessa, kun yhtiö oli kääntämässä tuloksensa voitolliseksi neljän raskaasti tappiollisen vuoden jälkeen. Nyt on aika nauttia näiden ostojen osuvista ajoituksista matkalla kohti pitkänmatkan lentokorkeutta yhtiöiden hyvien tuloskehitysten myötä.

Vietnamin lentomatkustajien määrä (3 vuoden keskiarvoilla)



Lähde: General Statistics Office of Vietnam

Thaimaalla on vankka asema turismissa ja isot vuosittaiset volyymit. Kun tarkastellaan koronavuosien jälkeisiä lukemia, matkustajamäärät ovat kasvaneet selkeästi enemmän Vietnamin kuin Thaimaassa.

Turismin ässämaan, Thaimaan, kasvu häviää Vietnamin koville kasvuluvuille

		2023	2024	2025E	GAGR
Vietnam	Ulkomaisten matkailijoiden määrä (milj.)	12,6	17,6	22	
	Kehitys vuositasolla (%)	244 %	40 %	25 %	32 %
Thaimaa	Ulkomaisten matkailijoiden määrä (milj.)	28,2	35,6	37,5	
	Kehitys vuositasolla (%)	152 %	26 %	5 %	15 %

Lähde: The Tourism Authority of Thailand, General Statistics Office of Vietnam

PÖRSSIVÄLITTÄJÄT

Brokerien osuutta nostettiin taktisesti salkussa syksyllä 2024 ja tänä keväänä. Syynä on, että odotamme pörssin uuden kaupankäyntialustan KRX:n sekä kiihdyttävän pörssikauppaa että myötävaikuttavan indeksitalo FTSE:n päätökseen nostaa Vietnamin markkinaluokitus kehittyväksi markkinaksi (EM). KRX otettiin käyttöön toukokuun alussa. Uskomme FTSE:n päätyvän korottamaan Vietnamin markkinaluokitusta kymmenen kuukauden sisällä. Vietnam on viime aikoina nostanut entistä voimakkaammin esiin myös tarpeen perustaa keskusvastapuoli (CCP) markkinoille, mikä edelleen vauhdittaisi pörssikaupan modernisointia.

Meklarifirmojen osakkeet ovat kiikkeriä liikkeissään, ja yhtiöiden tulokset voivat nousta hetkittäin voimallisesti. Osakkeet eivät sovi pitkään pitoon, mutta saattavat ajoittain tarjota erittäin hyviä tuottoja. Pörssin noustessa brokerien kaupankäyntikomissiot lisääntyvät, asiakkaat ottavat käyttöön hyväkatteisia tililuottoja, investointipankkidiilit lisääntyvät ja lisäksi brokerien omat tuotot osaketreidauksesta moninkertaistuvat.

Vietnamin markkinan modernisoinnin aikataulu



Lähde: PYN Fund Management

PYN ELITEN 10 SUURINTA OMISTUSTA

Sacombank

Sacombank Osuus salkussa 19,5 %	Liikevaihdon kasvu	14,4 %	Markkina-arvo, milj. €	2 685
	Tuloskasvu	32,7 %	Markkina-arvo tavoite, milj. €	6 500
	Liikevaihto 2024, milj. €	1 087	Arvostustavoite	P/B 1,8
	Tulos 2024, milj.€	382	Tuottopotentiali	142 %

- Jäädetyille 32 % osakepotille saadaan uusi vankka omistaja.
- STB:n saneerausohjelma päättyy virallisesti.
- Taseen ulkopuolelle kirjatut vakuuksien myyntituotot, noin 1 mrd. euroa, kirjataan omaan pääomaan.
- Pankki otti yhtiökokouksen esityslistalle ensimmäistä kertaa osingonmaksun, ja pankin johdossa on jo tapahtunut vaihdoksia. Kaikki viittaa, että STB:n pitkään odotetut merkittävät muutokset tapahtuvat lähiaikoina.
- Markkina-arvo suhteessa tuottoihin vain 2,7x. Uudistunut STB saa korkeamman arvostuksen.
- Q1:n tuloskasvu +37 % v/v.

Sacombank



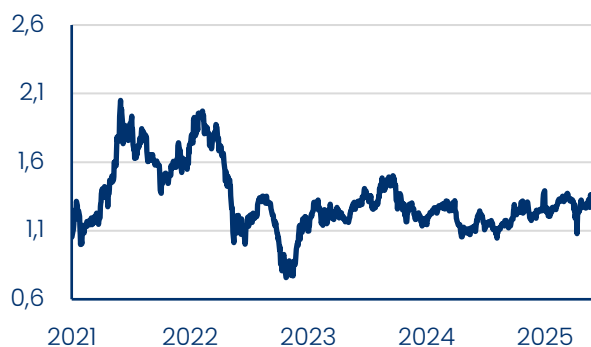
Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

Sacombank on hyvä pankki, jolla on osaava johto. Sacombankin asiat sotki vihamielinen valtaaja, mikä johti pankin fuusioitumiseen huonosti hoidettuun, valtaajan omistamaan pienempään pankkiin. Tätä seuranneen saneerausohjelman aikana pankki on hoitanut hyvin konservatiivisesti antolainaustaan. Pankki ei ole osallistunut korkeariskisiin bisneksiin kiihdyttääkseen kasvuaan. Kasvu on saatu perinteisin pankkitoimin hyviltä, pitkäaikaisilta asiakkailta. Vuoden ensimmäiseltä kvartaalilta pankki kirjasi erinomaisen tuloksen: +37% v/v.

Nyt STB on palaamassa normaaliin pankkitoimintaan. Yhdeksään vuoteen pankki ei ole saanut jakaa osinkoa, mutta tänä vuonna yhtiökokouksen esityslistalla on jälleen esitys osingonjaosta, mikä viittaa siihen, että Vietnamin keskuspankki on hyväksymässä tehdyt saneeraustoimenpiteet.

Samalla Sacombank saa uuden tärkeän omistajan, kun keskuspankin jäädyttämä 32 %:n osakepotti kaupataan. Pankki pääsee kirjaamaan omiin pääomiinsä saneerauksessa kerääntyneet tuotot, jotka on pidetty keskuspankin määräyksestä erillistilillä. Tuo kirjaus vie STB:n P/B-kertoimen alle 1,0:n tason.

STB P/B



STB P/E



Source: Bloomberg

Menimme mukaan STB:n osakkeeseen vuoden 2022 marraskuun markkinadipissä ja meille on kertynyt positioon reipas tuotto. Ajoittain positio on ylittänyt salkun yksittäisen osakkeen 20 % maksimirajamme ja olemme joutuneet myymään pieniä määriä, mutta pyrimme pitämään osakkeen noin 20 % osuudessa. Uskomme seuraavan 12 kuukauden jakson muodostuvan pankille hyvin mielenkiintoiseksi. Mielestämme STB:n osake on markkinoilla aliomistettu, kun keskuspankki SBV:n päätös saneerausohjelman loppumisesta ja paluusta normaalipankin statukseen on viipynyt. Myös mainitsemamme taseen oman pääoman kirjausten ajoittumiset ovat vaikeaselkoisia ja monille vielä täysin hahmottumatta.

STB osakekurssi (VND)



Lähde: Bloomberg

MB Bank



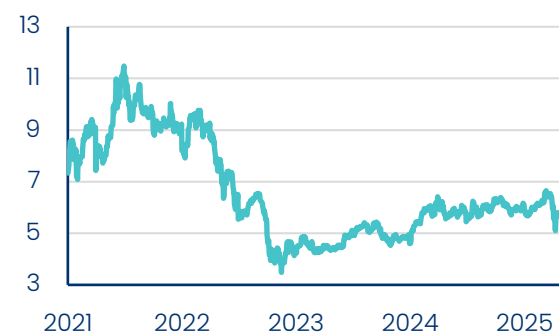
Liikevaihdon kasvu	17,6 %	Markkina-arvo, milj. €	5 125
Tuloskasvu	23,7 %	Markkina-arvo tavoite, milj. €	9 500
Liikevaihto 2024, milj. €	2 100	Arvostustavoite	P/B 1,8
Tulos 2024, milj.€	858	Tuottopotentiali	85 %

- Vuonna 2024 kasvaneet luottotappiovaraukset nostivat epäilyjä lainasalkun laadusta.
- Viime vuoden hidas tuloskasvu tuotti pettymyksen, mutta Q1 2025 vahva tulos: +45 % v/v.
- Vuonna 2025 MBB:n tulos saattaa yllättää selkeästi alentuneilla varauskirjauksilla.
- Aivan liian halpa isoksi liikepankiksi, jolla hyvä kasvuvauhti ja moderni meininki.
- P/E 6, kun tuloskasvu oikeuttaisi 10–12 P/E:n.

MBB P/B



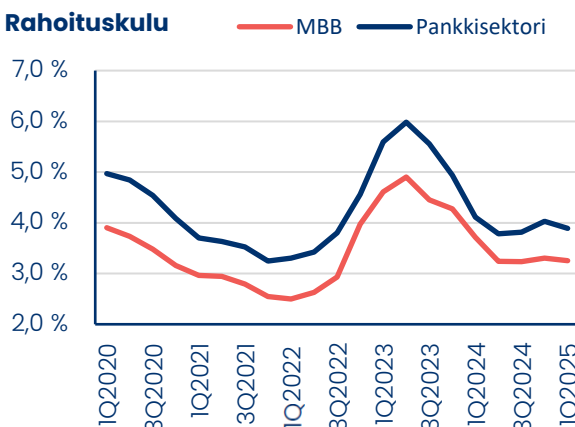
MBB P/E



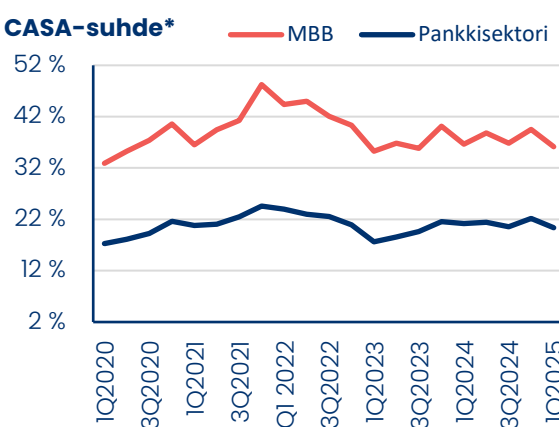
Lähde: Bloomberg

MBB on varhaisessa vaiheessa sitouttanut Pohjois-Vietnamin isojen yhtiöiden kassavarojen hallinnan pankkiinsa. Siitä on periytynyt pankille hyvät talletusvarat ja kilpailukykyinen asema toimialan sektorilla keskimäärin alemmilla rahoituskuluilla.

Rahoituskulu



CASA-suhde*



*Käyttö- ja säästötilitalletusten osuus kaikista pankkitalletuksista

Lähde: MBB, PYN Fund Management

PYN Eliten positioon on syntynyt tuottoa, mutta odotamme osakkeen kurssin jatkavan edelleen ylöspäin uusille tasoille. Kevään aikana nostimme MBB:n salkkupainoa 10 %:sta 12.5 %:iin, kun pankin ulkomaalaiskiintiön kuuluvia (F) osakkeita oli tullut myyntiin vapaasti markkinoille. Yleensä MBB:n F-kiintiö on täynnä, ja osakkeista tehdään kauppia blokeissa pienen osakekohtaisen hintapreemion kanssa.

MBB osakekurssi (VND)



Lähde: Bloomberg

MB Bank

Mrd. VND

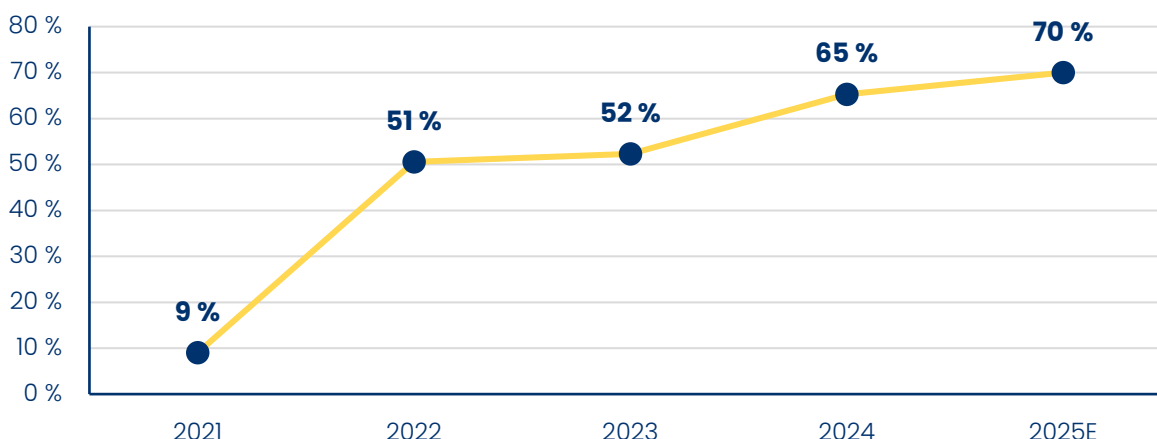


Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

ACV

 ACV AIRPORTS CORPORATION OF VIETNAM TỔNG CÔNG TY CẢNG HÀNG KHÔNG VIỆT NAM - CTCP Osuus salkussa 8,6 %	Liikevaihdon kasvu	4,3 %	Markkina-arvo, milj. €	7 596
	Tuloskasvu	4,9 %	Markkina-arvo tavoite, milj. €	12 000
	Liikevaihto 2024, milj. €	856	Arvostustavoite	P/RNAV 1,3
	Tulos 2024, milj.€	395	Tuottopotentialia	58 %

- Rahakone 70 % käyttökatteella.
- Aivan liian halpa tuleviin kassavirtoihinsa nähden.
- Tulossa bonusosake 2/3, mikä käytännössä splittaa osakkeen.
- Valmisteilla hallinnollinen ratkaisu kiitoteiden omistuksesta.
- Tähtäyksessä pörssilistan muutos OTC-listalta päälistalle.
- Omaisuus kirjattu taseeseen yli 10 vuotta sitten hyvin alhaisiin arvoihin ennen yhtiön listautumista.

ACV:n erinomainen käyttökatte

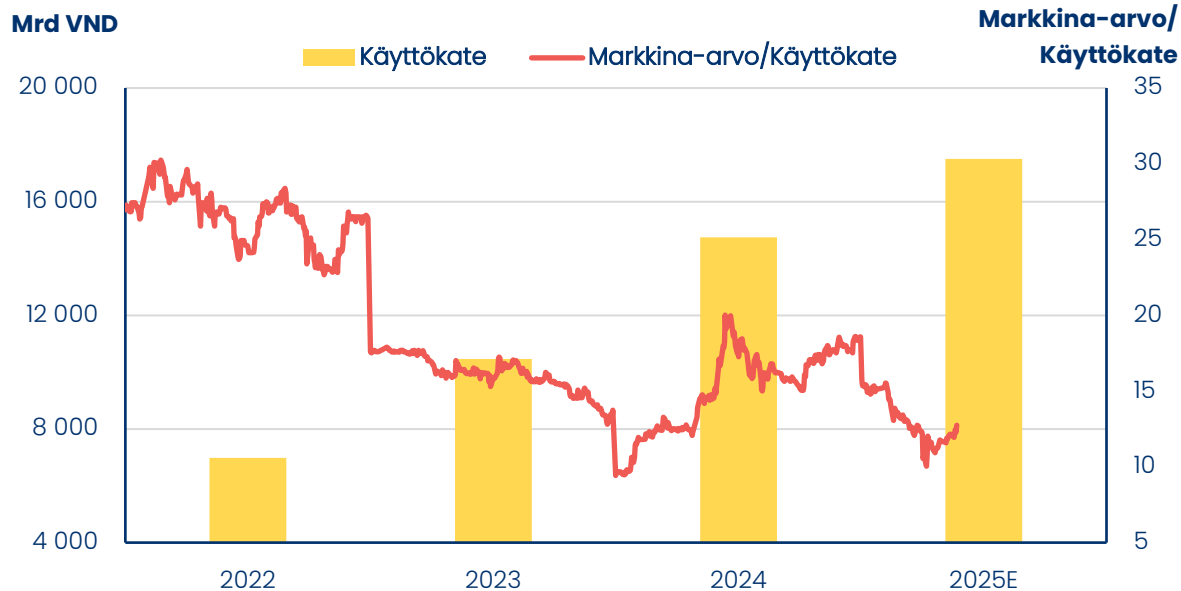
Source: Bloomberg, PYN Fund Management

ACV:n bisnes on kuin setelipaino. Yhtiön käyttökatte kasvaa vääjäämättömästi ja kerryttää vahvaa kassaa, josta voidaan investoida uusiin lentoasemiin ja vanhojen terminaalien laajennuksiin. PYN Elitelle osui hyvä ajoitus mennä mukaan ACV:n omistajaksi koronakriisin aikaan. Viime vuoden reippaan nousun jälkeen sijoittajat kotiuttivat osakkeesta tuottoja, ja osakekurssi laski selvästi alkuvuodesta. Tänä vuonna on tulossa bonusosakkeiden muodossa osakesplitti sekä selkiytys kiitoteiden omistuksesta. Nämä saanevat osakkeen palaamaan nousu-uralle. Osake ei ole enää poskettoman halpa, mutta nousuvaraa on messevästi bisneksen ainutlaatuisen vahvan aseman vuoksi. Kassavirralla korjattu tasearvo antaa selkeästi korkeamman tavoitetason yhtiön arvostukselle.

ACV osakekurssi (VND)

Lähde: Bloomberg

Osake painui lähelle 40 000 dongin tasoa koronavuonna 2020. Yhtiön tulos pysyi koronavuodetkin voitollisena yhtiön vahvan taseen takia, huolimatta siitä, että perusbisneksen ydin eli lentoliikenteen volyymit tekivät hätälaskun.

ACV

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

Mobile World

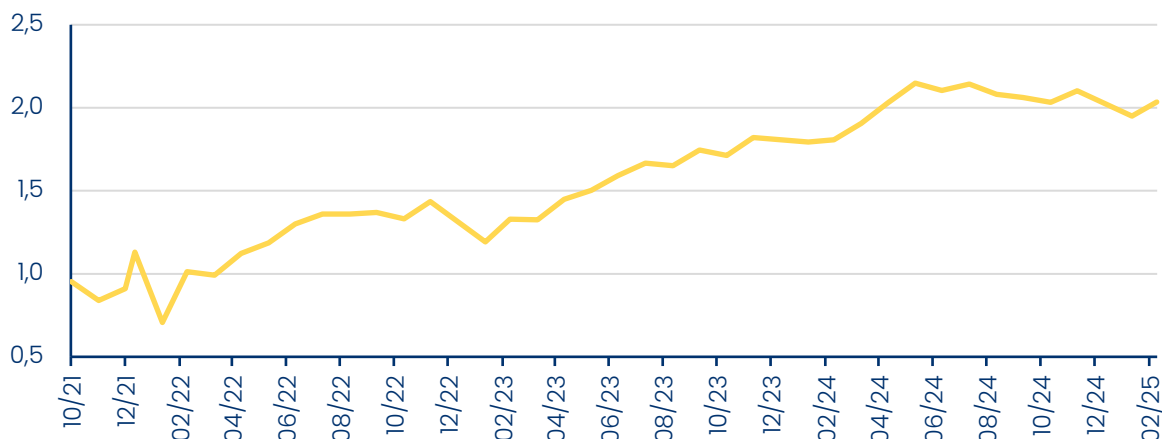


Liikevaihdon kasvu	5,6 %	Markkina-arvo, milj. €	3 235
Tuloskasvu	-0,6 %	Markkina-arvo tavoite, milj. €	6 500
Liikevaihto 2024, milj. €	5 091	Arvostustavoite	P/E 25
Tulos 2024, milj.€	141	Tuottopotentiali	101 %

- Merkittävä tulospääntee on jo tapahtunut.
- Kärsi Vietnamin vähittäiskaupan vaikeuksista vuosista.
- Vuodelle 2025 tulossa 30 % tulospääntee.
- Päivittäistavaraketju kasvaa voimakkaasti ja sen kannattavuus on nousussa.
- Päivittäistavaraketjun listaus luvassa lähivuosina.
- Vahvasti brändättyjen ketjujen yhteisarvo on reippaasti yli listatun MWG Groupin markkina-arvon.
- Palaamassa lähemmäksi entisiä 4,5–5,0 P/B-arvostuksia.

MWG Groupin päivittäistavarakauppaketju BHX:n myymäläkohtaiset kuukausimyynnit

Mrd VND



Lähde: Mobile World Investment Corporation

Päivittäistavarakaupan ketju Bach Hoa Xanh (BHX) avasi vuoden 2025 ensimmäisen kvartaalin aikana 232 uutta kauppaa, ja nyt sillä on jo yli 2 000 kauppaa. Ketjulle on löytynyt selkeästi oikeat kauppakoot ja tehokkaat tavat ajaa sisään uusia myymälöitä, sillä jopa juuri avatut kaupat on saatu saman tien kannattaviksi. Päivittäistavarakaupan menestykselle on tärkeää löytää sopiva kauppakoko ja tuotevalikoima sekä tehostaa sisäänostoa ja logistiikkaa. Kauppakohtaiset kuukausimyyntit on saatu nousemaan viime vuosina 35 000 euron tasolta 70 000 euroon. Samalla ketjun kannattavuutta on saatu olennaisesti parannettua. Yhtiön muilla pääketjuilla pienielektroniikan ja kodinkoneiden kaupassa on markkinajohtajuus ja ne toimivat kannattavasti. Päivittäistavarakaupan markkinaosuus on kasvussa suhteessa perinteiseen torikauppaan, jolla tosin on edelleen elintarvikkeissa valtava rooli vietnamilaisten ostotottumuksissa.

MWG osakekurssi (VND)



Lähde: Bloomberg

MWG:n tulokasvu tyrehtyi heikon kulutuskysynnän takia 2023, mutta suunta kääntyi jo seuraavana vuonna. Missasimme vuoden 2023 osakkeen pohjat, mutta pääsimme Trumpin tariffidipissä nostamaan yhtiön salkkuosuuden 7 %:n tasolle, kun osakekurssi syöksyi alle 50 000 dongin. Osakkeen P/B voi saada korkean kertoimen, sillä yhtiön brändätyillä vähittäisketjuilla on kullakin varmasti ottajia korkeaan markkinahintaan, jos ne olisivat myynnissä M&A-markkinoilla. Vuoden 2026 tulosenusteella P/E-luku tipahtaa tasolle 15. Nousuvaraa on paljon korkealaatuisen yhtiön osakkeelle. MWG:llä on johtava markkina-asema valitsemisissaan kaupan tuoteryhmissä.

MWG P/B



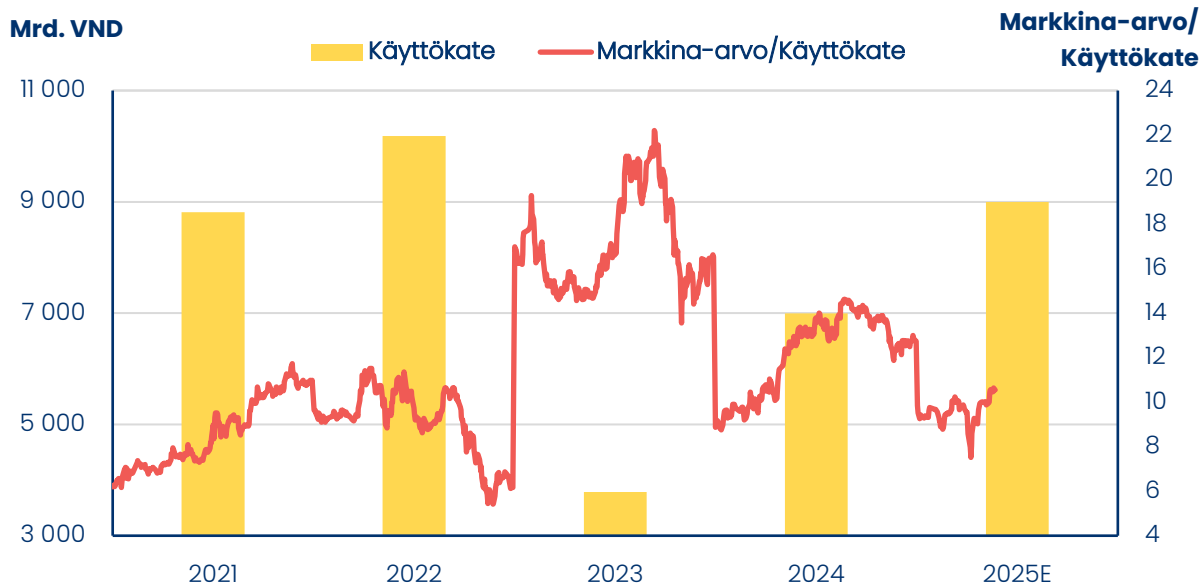
Lähde: Bloomberg

Olin yllättynyt, kun viime viikolla Bangkokin sijoittajakerhomme illallisella kolme sijoittajaa kahdeksasta nosti MWG:n suosikkiosakkeekseen seuraavan kolmen kuukauden jaksolle. Omat poimintani olivat STB ja VIX.

Kerhomme on tavannut jo lähes 20 vuoden ajan säännöllisesti neljä kertaa vuodessa, ja siihen kuuluvilla sijoittajilla on merkittävät salkut. Joukkoon kuuluu muun muassa "Thaimaan Warren Buffet"-lempinimen saanut arvosijoittaja. Hän on kirjoittanut useita sijoituskirjoja ja on näkemyksillään

kasvattanut itselleen huomattavan sijoitusomaisuuden. Ensimmäiset kymmenen vuotta kerhon osakepaiminnat keskittyivät Thaimaan osakkeisiin, mutta sen jälkeen Vietnamin paino on kasvanut kaikkien salkuissa.

Mobile World



Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

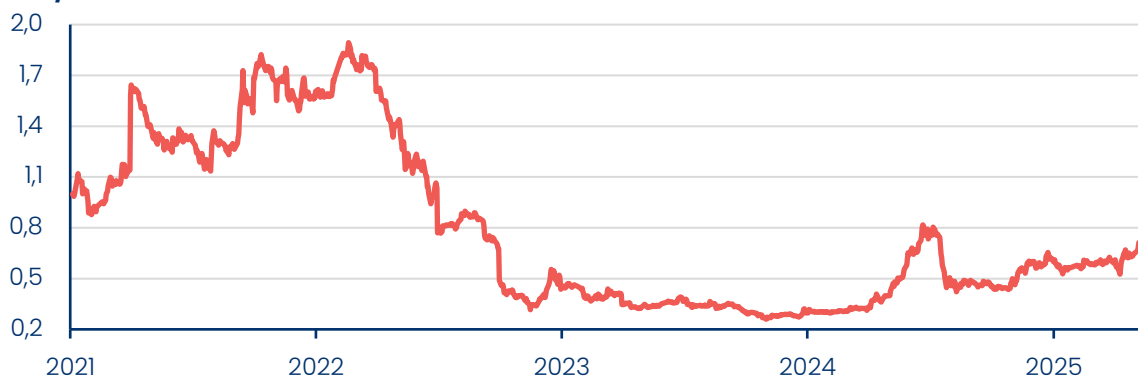
Vietnam Airlines



Liikevaihdon kasvu	1,5 %	Markkina-arvo, milj. €	2 905
Tulokasvu	26,4 %	Markkina-arvo tavoite, milj. €	5 300*
Liikevaihto 2024, milj. €	4 015	Arvostustavoite	P/E 20
Tulos 2024, milj.€	287	Tuottopotentiali	52 %
		*diluutio	

- Q1 2025 lentojen käyttöaste kellotti huippulukeman 83,7 %.
- Q1 yrityksen käyttökate nousi 5 prosenttiyksikköä.
- Omat pääomat yhä miinuksella, muuten tase ok ja yhtiö lähes velaton, pois lukien leasingvastuut.
- Tuloskäännä ja pieni osakepääoman korotus tuovat omat pääomat plussalle 2025.
- Takana tappiolliset neljä vuotta 2020–2023 koronavuosista lähtien.
- Tulossa lentorahtiyhtiön sekä polttoaine-yhtiön mahdolliset rakennejärjestelyt / listautumiset.
- P/S-kerroin voisi nousta tasolle 1,2–1,4 seuraavien 12 kk aikana.

HVN P/S



Lähde: Bloomberg

Vietnam Airlinesin osake on saanut ansaitun nousukiidon alleen, mutta vielä ei olla täydessä lentokorkeudessa. P/S-luku on perustellusti noussut 0,3:n tasolta 0,8:aan, mutta mielestämme saavutettavissa on 1,2–1,4 taso. Vuoteen 2024 liittyi operatiivisen kannattavuuskäänteen lisäksi satunnaistuottoja, mutta nyt todistamme läpi vuoden lentoyhtiön operatiivisen toiminnan tehostustoimia ja sen synnyttämää tuloksentekoa. Lisäksi yhtiöllä on edelleen kirjaamattomia satunnaistuottoja sekä tytäryhtiöiden listaussuunnitelmia. Maltillinen osakemäärän diluutio loppuvuodesta nostaa P/S-kerrointa, mutta jättää kertoimen nousulle vielä potentiaalia. Q1:llä yhtiön operatiivista tehokkuutta hyvin kuvaava käyttökate nousi 5 prosenttiyksikköä vuoden takaisista lukemista. Turvavyöt on hyvä pitää kiinnitettyinä mahdollisen turbulenssin takia, sillä aivan viime päivinä osake on kiitänyt raketin lailla.

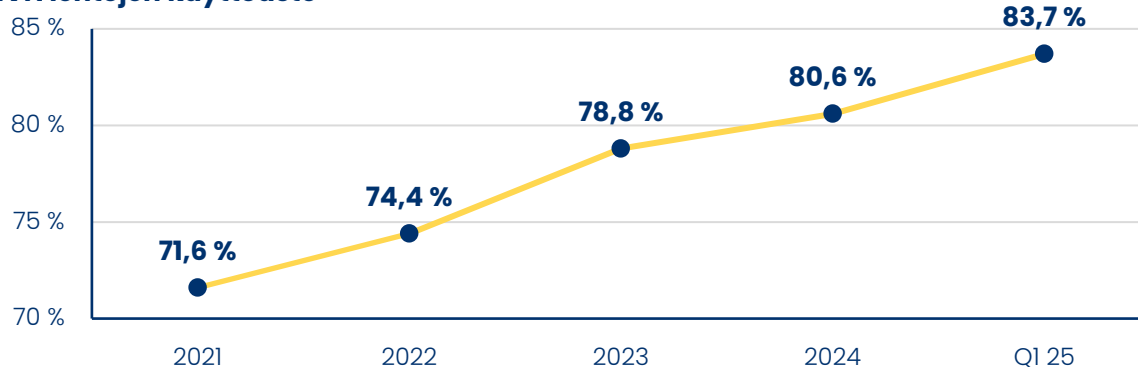
HVN osakekurssi (VND)



Lähde: Bloomberg

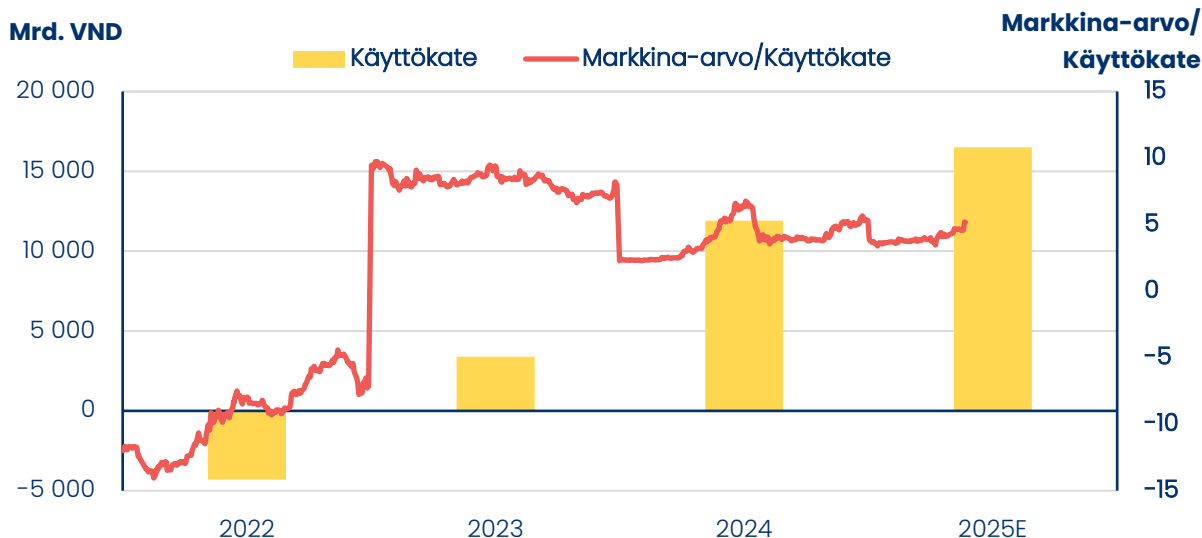
Vietnam Airlinesin lentojen käyttöaste saavutti Q1:llä huipputehokkaan 83,7 % tason. Vuosi 2025 näyttäisi menevän erinomaisesti yhtiön onnistuneiden tehostustoimien ansiosta.

HVN lentojen käyttöaste



Lähde: Vietnam Airlines

Yhtiön markkina-arvo suhteessa käyttökatteeseen on hyvin kohtuullinen



Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

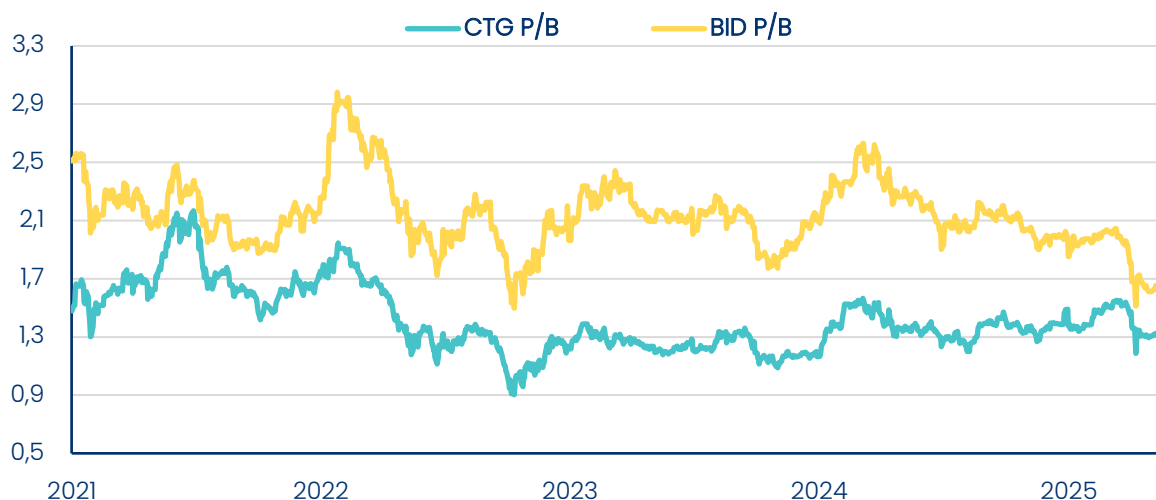
VietinBank



Liikevaihdon kasvu	15,1 %	Markkina-arvo, milj. €	7099
Tuloskasvu	21,8 %	Markkina-arvo tavoite, milj. €	12 000
Liikevaihto 2024, milj. €	3 104	Arvostustavoite	P/B 1,8
Tulos 2024, milj.€	961	Tuottopotentiali	69 %

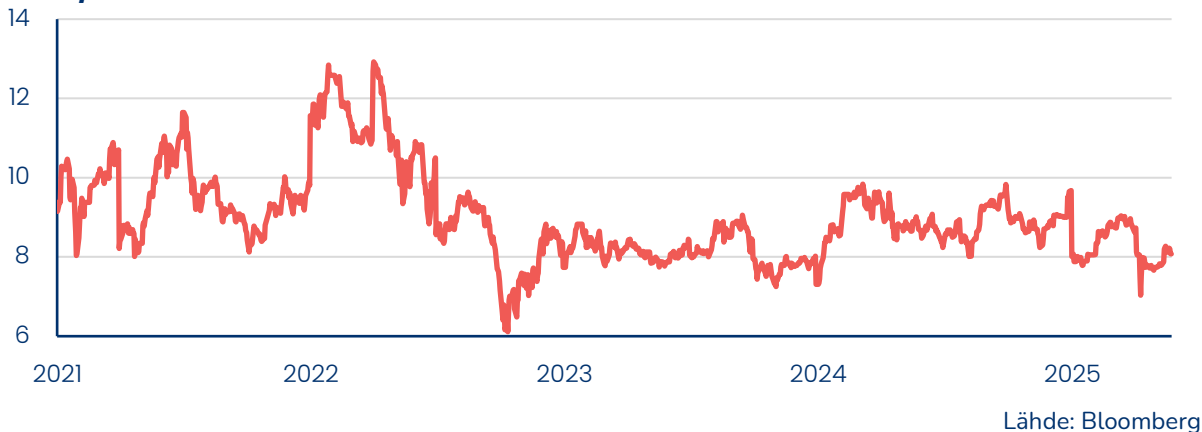
- Vakaa valtio-omisteinen liikepankki, joka hyötyy julkisella sektorilla käynnistettävistä isoista hankkeista.
- Salkussamme ollessaan on odotustemme mukaisesti kirinyt umpeen arvostuseroa BID-pankkiin.
- Tuloskasvunäkymä hyvä ja vankka.
- Q2 odotamme käännteisiä kirjauksia aiempiin teknisluoteisiin varauksiin.
- Koko pankkisektorin arvostuskertoimien pitää nousta vahvan kasvun ja tuloskasvunäkymien myötä.
- Vietinbank (CTG) ansaitsisi 1,8–2,0 P/B-kertoimen talouskasvun kiihtyessä.

CTG:n ja BID:n välisen P/B-arvostuseron kehitys

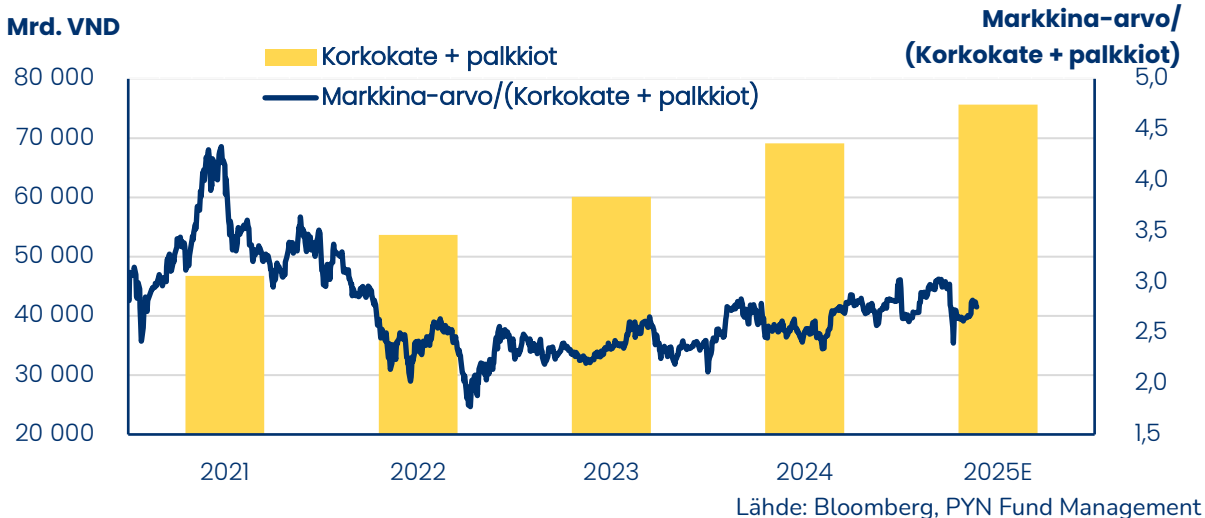


Lähde: Bloomberg

CTG:n osakkeen P/B-arvostusero on odotustemme mukaisesti kaventunut suhteessa toiseen valtio-omisteiseen pankkiin, BID:hen. Valtio-omisteisille liikepankeille kuuluu korkeampi arvostus, koska niiden toiminnalle kuvaavaa on alan matalin riskiprofiili, ja ne ovat etusijalla lukuisten valtiosidonnaisten yhtiöiden ja instituutioiden rahoituslaitoksina. BID:tä on pidetty tehokkaammin johdettuna kuin CTG:tä, mikä on aiheuttanut pankkien välillä olleen huomattavankin arvostuseron. Uskomme eron poistuvan jatkossa kokonaan. Molempien pankkien P/B-arvostus nousee seuraavien 12 kk aikana, kun pankkien tuloskasvu ja Vietnamin talouskasvu antavat koko sektorille vauhtia. Vietinbank hyötyy kiihtyvistä julkisesta kulutuksesta ja valtion investoinneista.

CTG osakekurssi (VND)**CTG P/E**

Vietinbankin markkina-arvo suhteessa käyttökatteeseen (pankilla nettokorkotuotot + nettopalvelutuotot) saa hyvin alhaisen 2,7:n kertoimen, vaikka tuottojen kertymä ollut hyvässä kasvussa. Vakavaraisen valtio-omisteisen liikepankin kerroin saisi olla paljon korkeampi, etenkin kun pankkia vaivanneisiin tehokkuusongelmiin on saatu rotia ja edessä on hyviä, kannattavia vuosia.

VietinBank

VIB

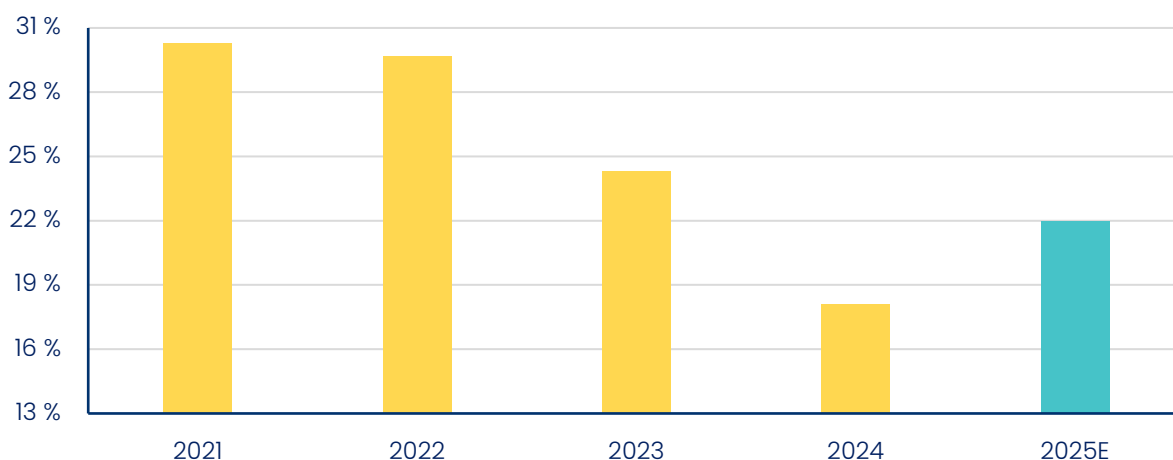


Liikevaihdon kasvu	20,3 %	Markkina-arvo, milj. €	1 847
Tuloskasvu	17,1 %	Markkina-arvo tavoite, milj. €	4 500
Liikevaihto 2024, milj. €	780	Arvostustavoite	P/B 2,2
Tulos 2024, milj.€	273	Tuottopotentiali	144 %

- Pääomistajat ja johto lisäsivät omistuksiaan 2024 syksystä pankkisuhdanteen kuopassa.
- Saimme harvemmin tarjolla olevia ulkomaalaisosakkeita (F) ison potin salkkuumme helmikuussa 2025.
- Pankin ROE:n pohjat 2024, seuraavat vuodet ROE ylöspäin.
- Huippukannattava pankki, vanha ROE-taso 25–28 %, palaamassa takaisin 25 %:n ROE-tasolle.
- Saamassa uuden ulkomaalaisen strategisen partnerin.
- Tuotot kertyvät omistajien ja johdon kyydissä. Samassa noususykliässä hyvä olla mukana.
- M-cap/tuotot kerroin vain 2,3, VIB:lle kertoimen pitäisi olla 5x–6x.

VIB on äärimmäisen kannattava. ROE tippui heikossa suhdanteessa 18 %:n tasolle.

VIB ROE



Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

Selkeä suhdannekuoppa ajoittui vuosille 2023–2024, ja nyt sieltä lähdetään nousemaan kohti korkeampia ROE-tasoja. Uskomme jo vuoden 2025 aikana pankin yltävän vähintään 22 %:n ROE-tasoon.

VIB osakekurssi (VND)

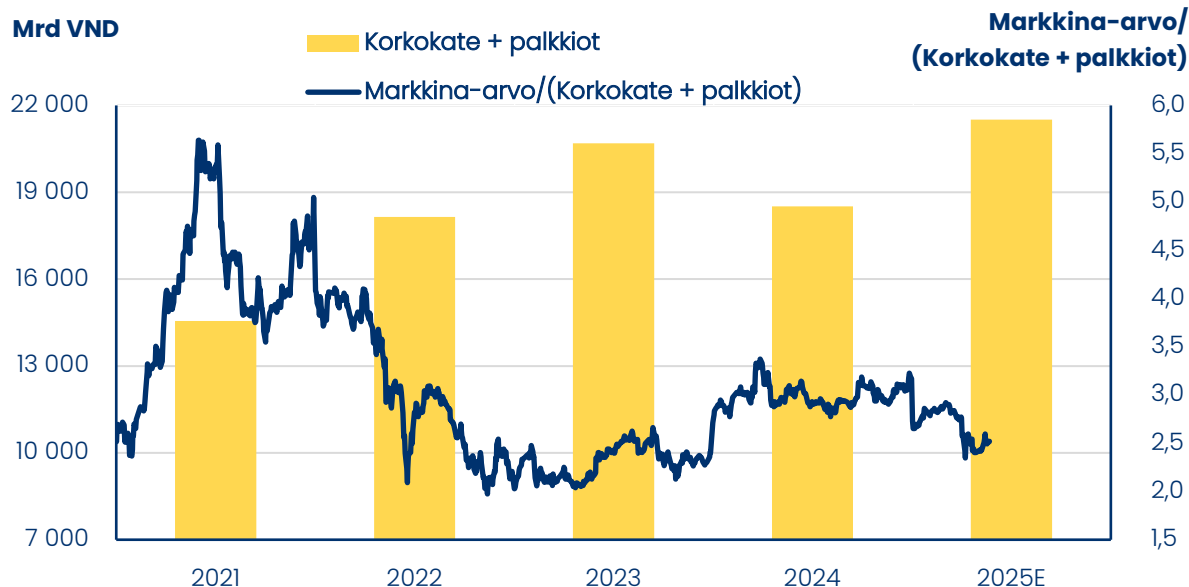


Lähde: Bloomberg

VIB:n keskeiset omistajat ja toimiva johto kasvattivat reippaasti osuuttaan pankissa, kun australialainen CBA-pankki joutui myymään osakkeitaan viime vuoden kesällä Australian keskuspankin ohjeistuksen mukaisesti. CBA on viime vuosina kotiuttanut sijoituksiaan muistakin Aasian alueen pankeista, kun pääomat on pitänyt kotiuttaa Australian finanssimarkkinoille. Pääsimme nappaamaan hyvän potin myyntiin tulleista CBA:n osakkeista.

VIB on erinomainen pankki, jolla on hyvä vähittäisasiakaskunta. Pääsimme mukaan sopivaan aikaan suhdannekuopassa omistajien ja johdon peesissä. Osake on heikohkon Q1:n jälkeen vielä alle ostohintamme, mutta PYN Eliten odotukset ovat korkealla tuottopotentialin suhteen pankin korkokatteen parantuessa jokaisella kvartaalilla.

VIB



Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

VIX

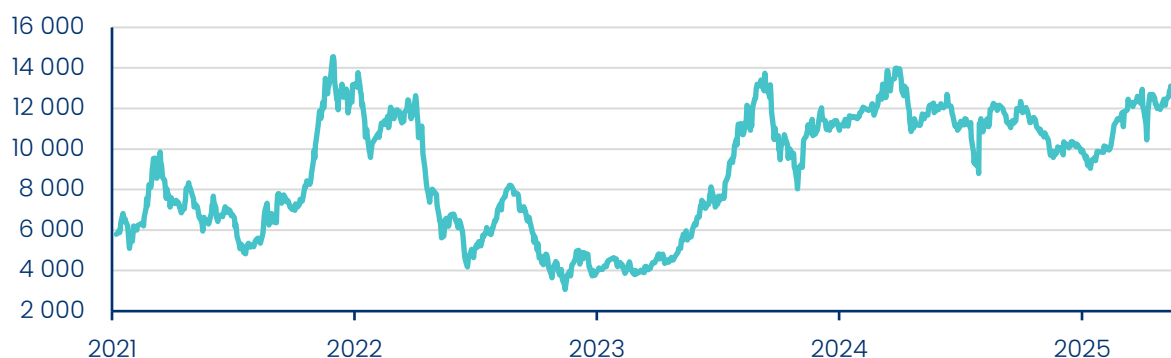
 Osuus salkussa 4,1 %	Liikevaihdon kasvu	33,3 %	Markkina-arvo, milj. €	666
	Tuloskasvu	41,6 %	Markkina-arvo tavoite, milj. €	1 300
	Liikevaihto 2024, milj. €	70	Arvostustavoite	P/E 15
	Tulos 2024, milj.€	25	Tuottopotentialiaali	95 %

- VIX saanut aiemmin jopa P/B 3,0 arvostuksen.
- VIX on luonteeltaan kuin sijoitusyhtiö, jolla vahva tase.
- Sen omat sijoitukset ovat olleet jyrkemmässä nousussa kuin VIX:n osake.
- Odotamme VIX:n osakkeen tuottokehityksen piristyvän lisää viiveellä.

VIX P/B

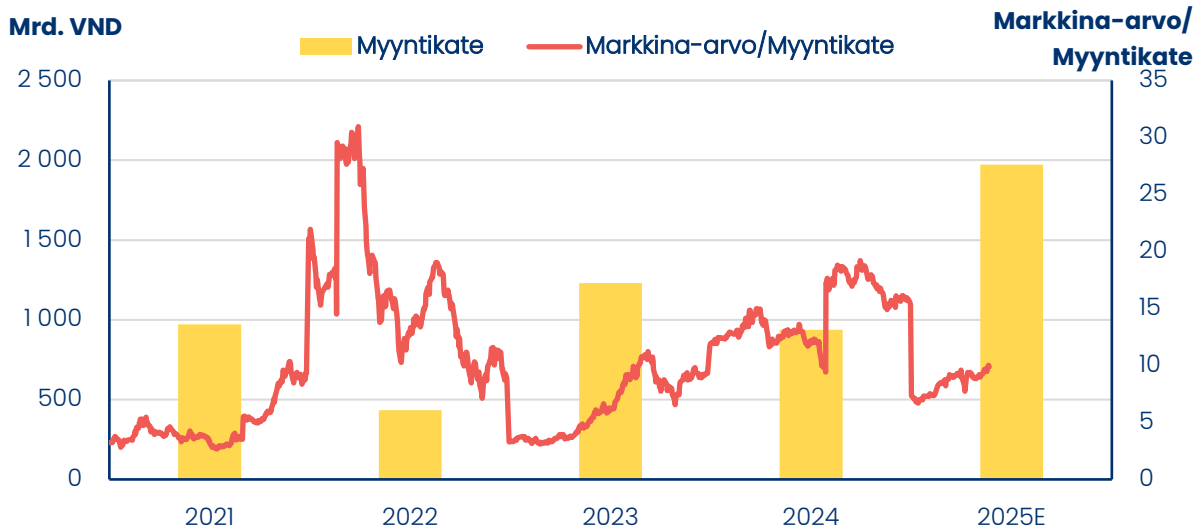
Lähde: Bloomberg

Ehkä spekulatiivisin salkkupositiomme. VIX-brokerilla ei ole keskeistä roolia meklarien komissiokilpailussa asiakkaiden osakkeiden osto- ja myyntiordereista. Sen sijaan yhtiöllä on vahva tase ja omassa salkussaan mielenkiintoisia omistuksia. Lisäksi yhtiö on hyvin verkostoitunut, ja se on menestyksellisesti käynyt myös lyhyttä pörssikauppaa. Ansaitsee hyvissä markkinatilanteissa nousun selkeästi korkeisiin P/B-arvostuksiin, kuten on tapahtunut aiemminkin. Treidaa nyt kohtuullisella 1,2 P/B-arvostuksella.

VIX osakekurssi (VND)

Lähde: Bloomberg

VIX



Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

OCB



Osuus salkussa
3,9 %

Liikevaihdon kasvu	8,8 %	Markkina-arvo, milj. €	899
Tuloskasvu	4,2 %	Markkina-arvo tavoite, milj. €	2 000
Liikevaihto 2024, milj. €	382	Arvostustavoite	P/E 1,5
Tulos 2024, milj.€	120	Tuottopotentiali	122 %

- Pankin tuore toimitusjohtaja on tehnyt hyviä keskeisten tulosyksiköiden palkkauksia.
- Tuloskehitys ei ole vielä lunastanut odotuksiamme.
- Bruttotuotot kasvaneet hyvin jo 2024, mutta luottotappiokirjaukset rasittivat tulosta.
- Vuodelle 2025 odotettavissa tärkeä käänne.
- Kansalliskokouksen lakialoite 42 mahdollistaa lisätuottoja pankeille vakuuksien nopean realisoinnin kautta.
- OCB on yksi 2025/H2 selkeitä nousijakandidaatteja.

OBC

OCB:n osake on päässyt liian halvaksi. Vuosi sitten OCB:n johtoon valittiin arvostettu ja kokenut pankkiiri. Uskomme hänen nostavan OCB:n tuotot ja palauttavan osakkeen arvostuksen.

Kansalliskokouksen esityslistoilla kesäkuussa oleva lakialoite 42 tuo varmasti olennaisia näkymiä lisätuotoista jo loppuvuonna. Kansalliskokoukselle aloitteen esitteli toukokuun kolmannella viikolla Vietnamin keskuspankin pääjohtaja. Tällä viikolla esitystä käsitellään ja päätös tehdään kesäkuun puolivälissä. Aikaisemmin vakuuskäytäntö on ollut, että asiakkaan pankille asettama lainanvakuus ei ole maksuvaikeuksissa ollut pankin realisoitavissa ilman omistuksellista siirtoprosessia, jolloin pankki on joutunut haastamaan asiakkaan oikeuteen. Uuden lain mukaan pankki pääsee hallinnoimaan vakuutta välittömästi, jos asiakas on maksukyvytön. Lakimuutos koskee kaikkia pankkeja, mutta sillä on erityisen suuri suhteellinen merkitys pienille ja keskisuurille pankeille.

OCB osakekurssi (VND)

Vietcap

Vietcap ▲

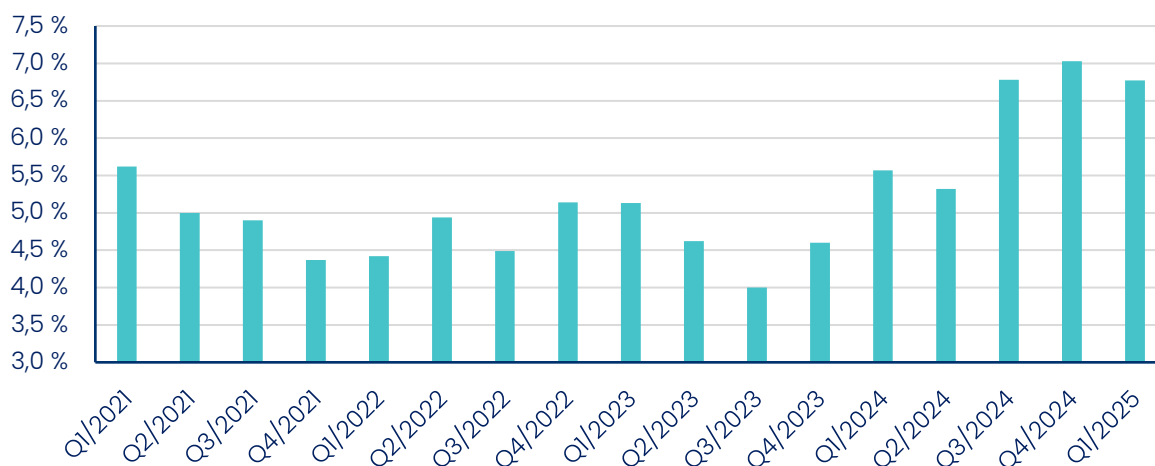
Osuus salkussa
3,4 %

Liikevaihdon kasvu	19,1 %	Markkina-arvo, milj. €	887
Tuloskasvu	22,0 %	Markkina-arvo tavoite, milj. €	1 800
Liikevaihto 2024, milj. €	140	Arvostustavoite	P/E 18
Tulos 2024, milj.€*	63	Tuottopotentiali	103 %
*laaja tulos			

- Markkinaosuus kasvussa.
- Mielenkiintoisia omia portfolio-sijoituksia.
- Investointipankin toimeksiantovirta edessä päin.
- Jos FTSE nostaa Vietnamin markkinaluokitusta, päätös voi aktivoida isot kv. instituutiot, jotka VCI:n tärkeä asiakasryhmä.
- Tulos voi nousta nopeasti.

Vietcapin markkinaosuus on ollut nousussa

Markkinaosuus



Lähde: HoSE

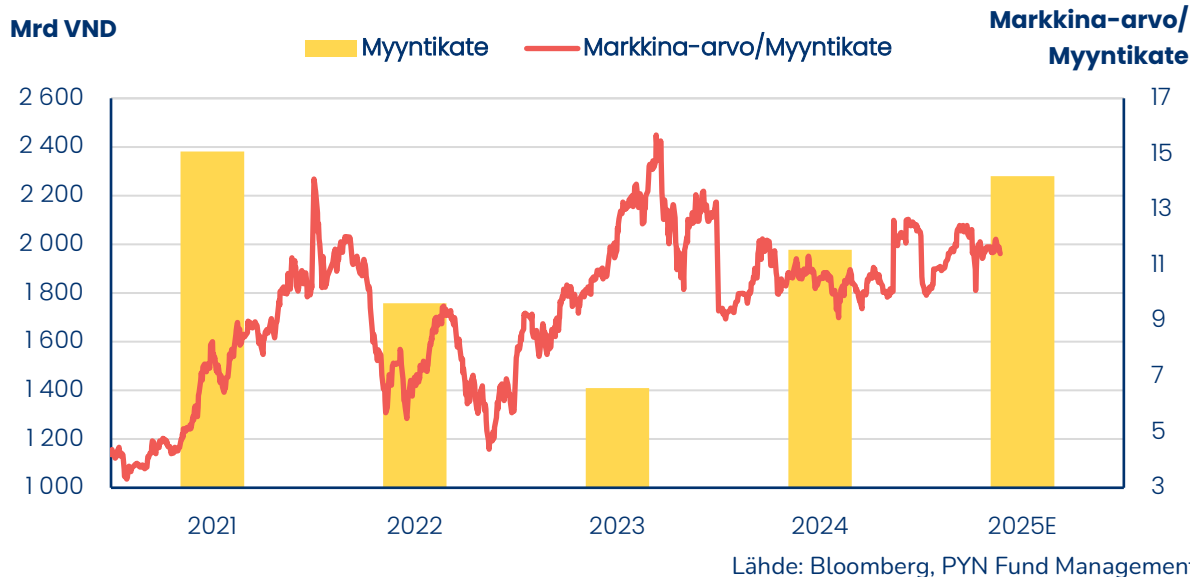
Vietcap saa pörssikaupan piristyessä lisätuottoja myös investointipankin toiminnoistaan. Vietnamin maaluokituksen noustessa uskomme Vietcapin kasvattavan entisestään markkinaosuuttaan, kun ulkomaiset instituutiosijoittajat aktivoituvat. Lähivuosina Vietcapin on realistista päästä 8–10 % markkinaosuuteen.

VCI osakekurssi (VND)



VCI:n osake ollut loivassa nousussa. Osallistuimme yhtiön suunnattuun antiin syyskuussa 2024. Tarjolla oli osakkeita 20 %:n alennuksella suhteessa markkinahintaan. Kaupan ehtona oli 12 kuukauden lock-up eli nämä salkkumme osakkeet vapautuvat myyntiin vasta tämän vuoden syksyllä.

Vietcap



LOPUKSI

Toimielias presidentti Trump on tehnyt talouden kulun ennustamisesta entisestä vaikeampaa. Toisaalta USA:n itsekäs politikointi ja opportunistinen suhtautuminen ulkopuoliseen maailmaan saattavat johtaa myös talouden kasvuun, kun maat hakevat uusia kauppakumppanuuksia ja kasvattavat investointeja hillitäkseen riippuvuuttaan Yhdysvalloista. Mieleen on jäänyt Trumpin huhtikuussa Vietnamille

lätkäisemät 46 % tariffit järkyttävän taulukon kera. Sen jälkeen tuli nopeasti ilmoitus, etteivät juuri julkistetut tariffit tulekaan voimaan.

Trumpin hallinto on julkaissut outoja väitteitä Vietnamin Kiina-suhteesta. Trumpin mukaan maat neuvottelivat keskenään, jotta voisivat huijata yhdessä Yhdysvaltoja. Samaan aikaan presidentti itse hokee rakastavansa Vietnamia. Vietnam varmasti tiivistää kaupallista yhteistyötä jatkossa hyvin laajan kumppanijoukon kanssa, mutta se pitää edelleen Yhdysvaltoja tärkeänä partnerina erityisesti teknologian saralla. Viimeisimmät tiedot Vietnamin ja USA:n tariffisopimusneuvotteluista ovat olleet rohkaisevia. On syytä olettaa, että kesäkuun aikana voidaan saada aikaan kohtuullinen kauppasopimus USA:n ja Vietnamin välille.

Toivottavasti salkun keskeisten sijoitusten esittely innostaa teitä lukijoita yhtä paljon kuin sen laatiminen innosti salkunhoitajaa. Esillä on paljon hyviä ideoita ja mielenkiintoisia mahdollisuuksia.

PYN Eliten seuraava merkintäpäivä on 30.5.2025.

Ystävällisesti Aasiasta,

PYN ELITE

Petri Deryng

salkunhoitaja

Tärkeää tietoa Sijoittajakirjeestä ja rahastosta

Oheinen julkaisu on markkinointimateriaali, eikä sitä tule tulkita suositukseksi merkitä tai lunastaa PYN Elite Erikoissijoitusrahaston osuuksia. Ennen merkintää tutustu huolellisesti rahaston Avaintietoasiakirjaan, Rahastoesitteeseen sekä Sääntöihin. Esitetty materiaali perustuu PYN Fund Managementin näkemykseen markkinoista ja sijoitusmahdollisuuksista. PYN Elite Erikoissijoitusrahasto sijoittaa varansa hyvin kohdennetusti reunamarkkinoille ja pieneen määrään yhtiöitä. Sijoitustapaan liittyy tavanomaista, laajalle hajautettua osakesijoittamista suurempi riski arvovaihteluista. Sijoituksen arvo voi laskea voimakkaasti epäsuotuisassa markkinatilanteessa tai yksittäisen epäonnistuneen sijoituksen johdosta. On mahdollista, että esityksessä esitetyt arviot talouskehityksestä tai yritysten liiketoiminnan kehityksestä eivät toteudu esitetyllä tavalla ja niihin liittyy olennaisia epävarmuuksia.

PYN Elite

PYN Elite Erikoissijoitusrahasto (jäljempänä "PYN Elite-rahasto") on vaihtoehtorahastojen hoitajista annetun lain (162/2014, muutoksineen) mukainen vaihtoehtorahasto ja erikoissijoitusrahasto, jota hallinnoi suomalainen vaihtoehtorahastojen hoitaja PYN Fund Management Oy.

Annetut tiedot

Oheinen julkaisu sisältää yleistä tietoa PYN Elite-rahastosta ja PYN Fund Management Oy:stä, eikä ole täydellinen kuvaus rahastosta tai siihen liittyvistä riskeistä.

Eräiden maiden lainsäädäntö saattaa rajoittaa tiedottamista rahastosta ja siihen sijoittamisesta. On sijoittajien omalla vastuulla tiedostaa nämä rajoitukset ja noudattaa niitä. Sijoittamista harkitsevien on käytettävä omaa harkintaansa ja kysyttävä neuvoa omilta neuvonantajiltaan muodostaessaan käsitystään rahastosta ja siihen liittyvistä oikeudellisista, verotuksellisista tai rahoitusta koskevista seikoista. Annettuja tietoja ei tule pitää tarjouksena tai myyminen edistämisenä missään maassa, jossa sellainen ei ole sallittua tai jossa asianomaisella henkilöllä ei ole sellaiseen valtuuksia.

PYN Fund Management Oy:n hallinnoimien rahastojen merkintäilmoitukset on tehtävä vain kunkin rahaston voimassa olevan rahastoesitteen, mahdollisen avaintietoasiakirjan ja sääntöjen tietojen sekä tuoreimman tarkastetun vuosikertomuksen ja/tai puolivuosisikatsauksen tietojen perusteella. Kaikkea esitettyä materiaalia on luettava yhdessä niiden tietojen kanssa, jotka sisältyvät yksittäisiin rahastoesitteisiin, jotka ovat saatavilla PYN Fund Management Oy:n verkkosivustolla (www.pyn.fi). PYN Fund Management Oy ei takaa minkään esitetyn tiedon oikeellisuutta tai täydellisyyttä, lukuun ottamatta tietoa, joka sisältyy asiakirjoihin, jotka on Suomen lainsäädännön mukaan esitettävä. PYN Fund Management Oy:n verkkosivustolla annetut tiedot ja muut asiakirjat, kuten rahastoesite ja säännöt on alun perin laadittu suomen kielellä ja käännetty englanniksi. Jos kahden kieliversion välillä on ristiriitaisuuksia, sovelletaan suomenkielistä versiota. Oheissa esitetyt tiedot on tarkoitettu yksinomaan tietojen hallussapitäjän yksityiseen käyttöön, eikä niitä saa jakaa kolmansille osapuolille.

Tarjottavat palvelut

Minkään oheissa esitetyn ei voida katsoa muodostavan sijoitusneuvontaa tai kehotusta tai suositusta hankkia rahaston osuuksia tai muodostavan minkäänlaista tarjousta. Rahasto-osuuksien ostamista koskevat ehdot määritellään yksinomaan PYN Fund Management Oy:n hallinnoiman kyseisen rahaston säännöissä ja rahastoesitteessä. Rahastoa ei suojaa Sijoittajien Korvausrahasto tai talletusvakuusrahasto.

Jakelu

Ilman PYN Fund Management Oy:n kirjallista lupaa ei ole sallittua käyttää tämän verkkosivuston tietoja, tekstiä, valokuvia jne. kokonaan tai osittain monistamalla, muokkaamalla, julkaisemalla tai antamalla lupaa julkaista niitä.

PYN Elite-rahaston osuuksia ei ole rekisteröity eikä niitä rekisteröidä Yhdysvaltojen, Kanadan, Japanin, Australian tai Uuden Seelannin arvopaperilakien mukaisesti tai missään muualla Suomen ulkopuolella. PYN Fund Management Oy ei ole toteuttanut toimenpiteitä, joilla olisi varmistettu, että PYN Elite-rahaston osuuksia voidaan ostaa jonkin muun maan kuin Suomen voimassa olevan lainsäädännön mukaisesti. Rahastoa markkinoidaan ainoastaan Suomessa suomalaisille sijoittajille. Erityisesti Yhdysvalloissa (USA) asuvat sijoittajat eivät voi sijoittaa PYN Elite-rahastoon eikä rahastoa voida markkinoida, tarjota tai myydä suoraan tai välillisesti Yhdysvalloissa, Yhdysvaltojen kansalaisille, Yhdysvaltalaisille yhtiöille tai niiden lukuun.

Sijoitustoiminnan riskit

PYN Elite-rahasto sijoittaa keskitetysti Aasian alueella sijaitseviin markkina-arvoltaan pieniin ja keskiuuriin yrityksiin. Tällaisten yhtiöiden osakkeiden hinnat voivat vaihdella huomattavasti ja niiden likviditeetti voi olla paljon heikompi verrattuna suurten yhtiöiden osakkeiden hintoihin tai likviditeettiin. Näin ollen rahastoa on pidettävä korkeariskisenä sijoituksena. Sijoituksen arvo voi joko nousta tai laskea, ja sen vuoksi sijoittajat saattavat menettää osittain tai kokonaan sijoitusrahastoon sijoittamansa varat.

Vastuunrajoitus

Rahasto voidaan sulkea tai lunastukset ja merkinnät keskeyttää rahaston sääntöjen mukaisesti. PYN Elite-rahasto tai PYN Fund Management Oy ei takaa palvelun saatavuutta. PYN Elite-rahasto ja PYN Fund Management Oy eivät vastaa mistään taloudellisista menetyksistä tai välittömistä tai välillisistä vahingoista, jotka saattavat seurata oheiseen informaatioon perustuvista sijoitus- tai muista päätöksistä. Kaikki PYN Elite-rahaston tietoihin liittyvät tai niistä johtuvat erimielisyydet, ristiriidat tai vaatimukset ratkaistaan yksinomaan suomalaisissa tuomioistuimissa Suomen lain mukaan.