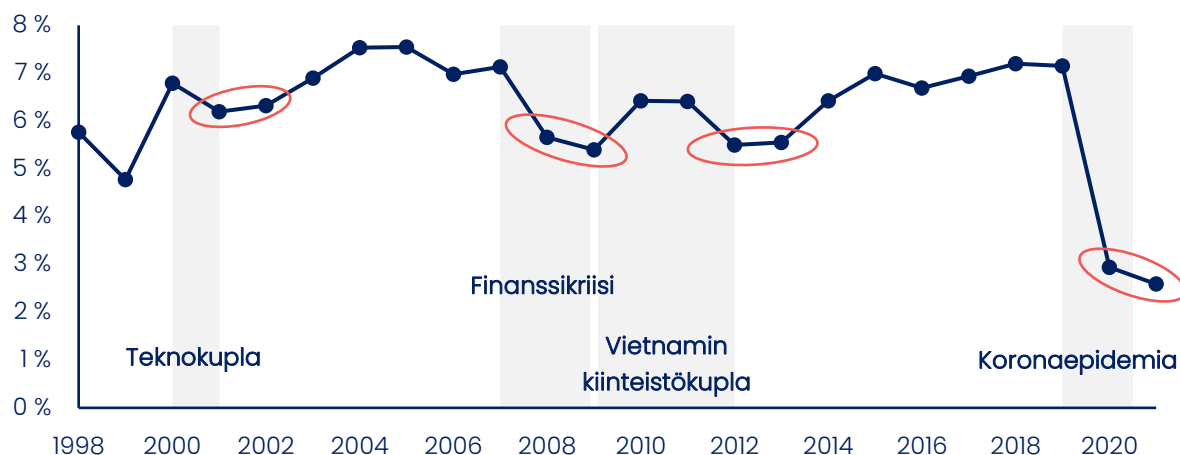


## PYN ELITEN KOHDEMAA VIETNAM EI OLE KRIISIYTYMÄSSÄ

Korot tulevat nousemaan nopeasti ja jyrkästi. Keskuspankkiirit joutuvat likviditeetin kuivauksella heikentämään kulutuskysynnän, vaikka rajuksi yltänyt inflaatio on suurilta osin sodan takia heikentyneen tarjonnan ja kauppasanktioiden aiheuttama ongelma. Keskuspankit pyrkivät pehmentämään suhdannevaihteluiden kärkiä, mutta pankkiirien track record on ollut tosi huono, kun rahapolitiikan turvin on pyritty inflaatiotaistelun aikana pehmeästi hidastamaan talouskasvua. Hidastustoimissa on harvoin vältetty talouksien kriisiytyminen. On syytä olettaa, että pieleen menee tälläkin kertaa.

### Vietnamin talous on läpäissyt stressitestin - kasvu kestää kriisit

#### Bkt:n kasvu



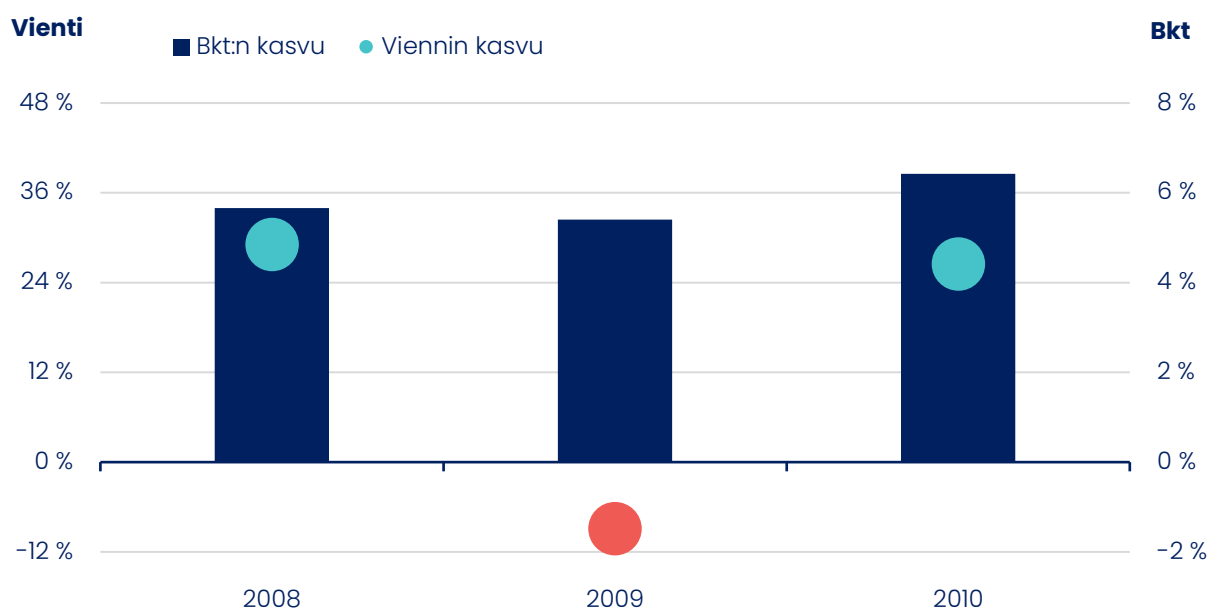
Lähde: Maailmanpankki

Vietnamista saa tehtyä mainion stressitestin analysoimalla, miten Vietnamin talouskasvu on muuttunut aiempien kansainvälisten talouskriisien aikana. Datasarja 25 vuodelta paljastaa, että eniten Vietnamin talous hidastui koronakriisin aikana. Vuosikasvuksi kirjautui vain +2–3 prosenttia, kun yhteiskunta kohtasi useita kuukausia kestäneet liikkumisrajoitukset. Koronaepidemian aikana jopa ulkomaan lennot olivat käytännössä poikki kahden vuoden ajan. Mutta myös nuo vuodet Vietnamin talous jatkoi kasvamistaan. Vietnamin tärkeitä kauppakumppaneita Eurooppaa ja USA:ta kohdanneissa kriiseissä Vietnamin talouskasvusta on leikkaantunut vuositasolla tyypillisesti 1–2 prosenttia. Samoin kävi myös Vietnamin oman kiinteistökuplan aiheuttaman pankkikriisin aikaan, jolloin talous hidastui mutta kasvoi silti viitisen prosenttia vuosittain vahvan kulutuskysynnän ja viennin ansiosta.

Elämme keskellä sotaa ja Euroopan energiakriisiä. EKP ja Fed taistelevat järein ase-in taltuttaakseen inflaation. Kun rahapolitiikan keinoja joudutaan käyttämään nopeasti ja voimakkaasti, niin tuloksia saadaan aikaan, mutta tulokset nähdään vasta viiveellä. Nyt syksyllä tehtävien päätösten seuraukset nähdään reaali-taloudessa talven ja ensi kevään aikana. Vietnamin vienti voi pahimmassa tapauksessa supistua vuonna 2023, mutta siitäkin huolimatta maan talous pysynee yli viiden prosentin kasvuvauhdissa, kuten kävi vuonna 2009, kun Vietnamin vienti supistui USA:n asuntovelkakriisistä lähteneen finanssikriisin takia yhdeksän prosenttia.

### Vietnamin bkt:n kasvu USA:n finanssikriisin aikana:

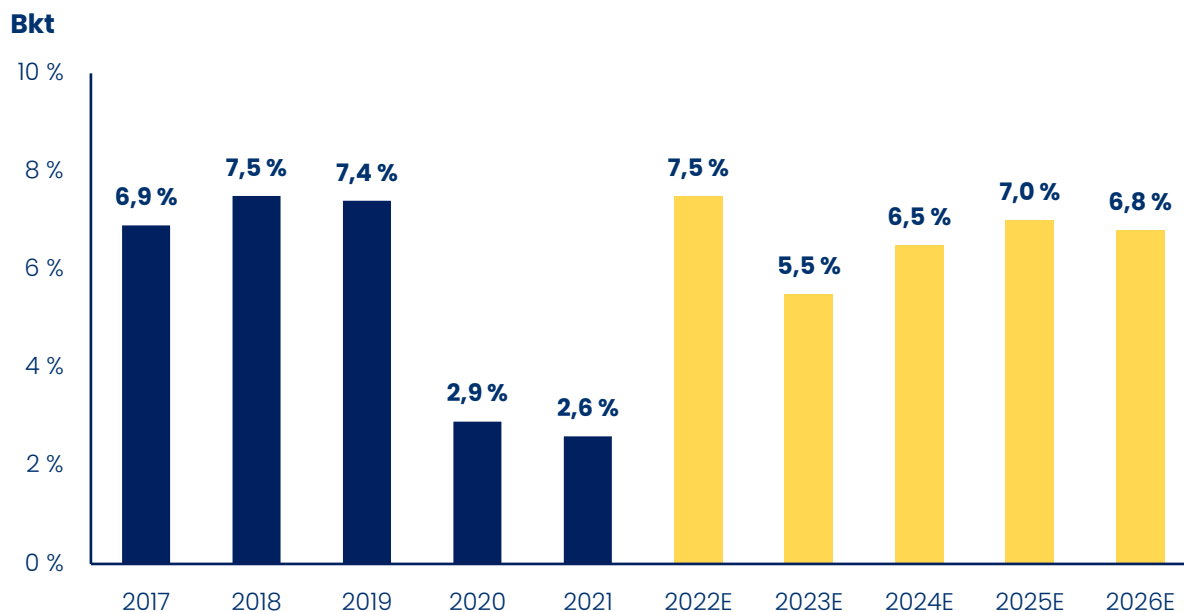
#### Vienti romahti -9 %, talous kasvoi +5 %



Lähde: GSO VN

Vietnamin taloudesta on saatu hiljattain erittäin myönteisiä uutisia. Toisen kvartaalin bkt:n kasvuksi kirjattiin +7,7 prosenttia ja kolmannella kvartaalilla kasvu on kiihtymässä yli kymmenen prosentin, sillä taustalla on korona-ajan heikon kasvun vuosineljännes. IMF on kesällä nostanut Vietnamin kuluvan vuoden kasvuennustettaan 7 prosenttiin. PYN Eliten ennuste Vietnamin bkt:n kasvuksi on 7,5 prosenttia vuodelle 2022. Olemme kuitenkin alentaneet bkt:n kasvuennustettamme 5,5 prosenttiin ensi vuodelle ottaen huomioon, että Vietnamin viennin kasvu saattaisi sakata pahastikin EU:n ja USA:n talouskriisien takia. Vuosien 2022–2025 keskimääräisen talouskasvun voimme kuitenkin perustellusti odottaa pysyvän 6–7 prosentin tasolla.

## Vietnamin talous jatkoi kasvuaan myös koronaepidemian ajan 2020 ja 2021



Lähde: GSO VN, PYN Fund Management

Luottoluokittaja Moody's nosti syyskuussa Vietnamin valtion lainat Ba3-luokasta Ba2-luokkaan ja vahvisti samalla Vietnamin talousnäkömät vakaiksi. Moody's kiinnittää huomionsa Vietnamin kykyyn kestää uhkaavat ulkoiset talouden sokit. Moody's huomioi myös Vietnamin vientiteollisuuden monimuotoisuuden riskejä alentavana tekijänä. Vietnamin valtiovarainministeriön mukaan maan julkisen velan määrä suhteessa bkt:hen on laskenut vuosien 2017-2021 aikana 61,4 prosentin tasolta 43,1 prosenttiin.

Vietnamin voimakas kasvu ja maltillisesti velkaantunut julkinen talous mahdollistavat uudet, mittavat pitkän aikavälin kasvua tukevat hankkeet. Alkuvuodesta 2022 aloitettiin Saigonin uuden lentokentän rakennustyöt, ja viime kesänä otettiin käyttöön Hanoi metron ensimmäinen vaihe. Myös Saigonin metroverkkoa on rakennettu useat vuodet, ja ykkösvaiheen rataliikenne käynnistyy lähivuosina. Vietnamin päättäjillä on ollut pitkään haaveena rakentaa luotijunayhteys Saigonin ja Hanoi välille. Kunnianhimoisen hankkeen hahmottelu on taas saanut huomiota osakseen. Lisäksi Vietnam on investoinut vahvasti aurinkoenergiaan. Vietnamin asennettuna aurinkoenergiakapasiteettia 16 700 MW, ja Vietnam on jo maailman kymmenen suurimman aurinkoenergiamaan joukossa.

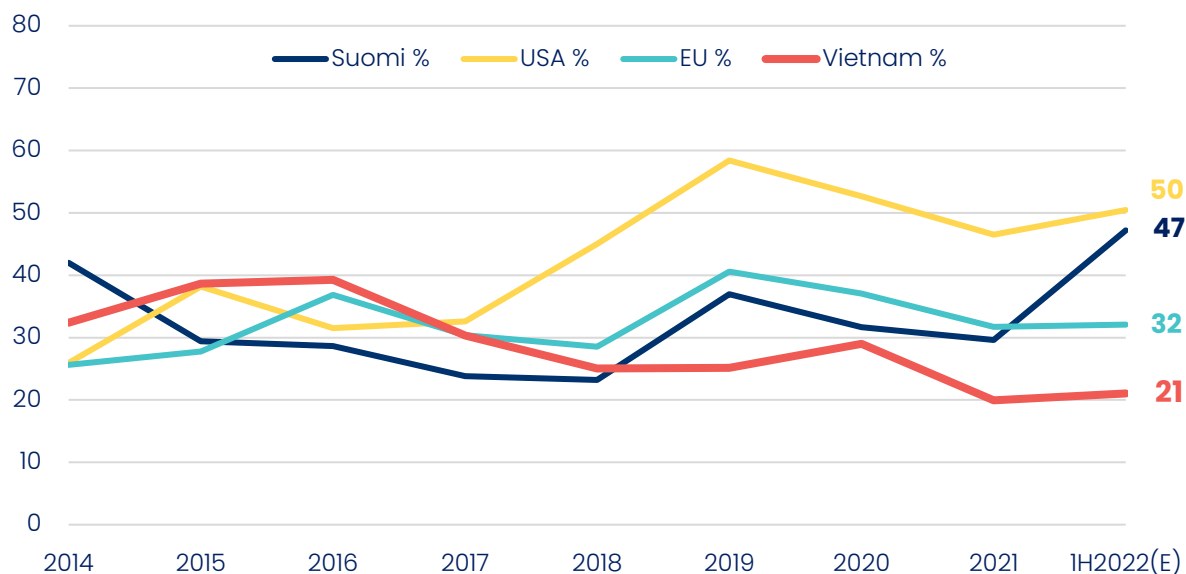
### Asennettu aurinkoenergiakapasiteetti, kymmenen suurinta maata

1	Kiina	306 973 MW
2	USA	95 209 MW
3	Japani	74 191 MW
4	Saksa	58 461 MW
5	Intia	56 951 MW
6	Italia	22 698 MW
7	Australia	19 076 MW
8	Etelä-Korea	18 161 MW
9	<b>Vietnam</b>	<b>16 660 MW</b>
10	Espanja	15 952 MW

Lähde: IRENA

### Vietnamin pörssiyritysten taseet kunnossa, yhtiöt vähävelkaisia

#### Nettovelkaantumisaste suhteessa omaan pääomaan (pl.pankit)



Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

Vietnamin valtio on hoitanut talouttaan vastuullisesti, ja samoin vietnamilaiset pörssiyritykset ovat pitäneet huolta taseistaan. Yhtiöiden velkaantuneisuus on hyvin vähäistä, ja niiden vahva kasvu sallisi reippaasti mittavampaa velanottoa investointeihin. Alhainen D/E-lukema madaltaa yritysten riskiä heikkenevien yleismaailmallisten suhdanteiden aikana, eikä korkokustannusten nousukaan uhkaa olennaisesti yritysten kannattavuutta.

## Vietnamin hyvät tuloskasvunäkymät eivät näy pörssin arvostuskertoimissa

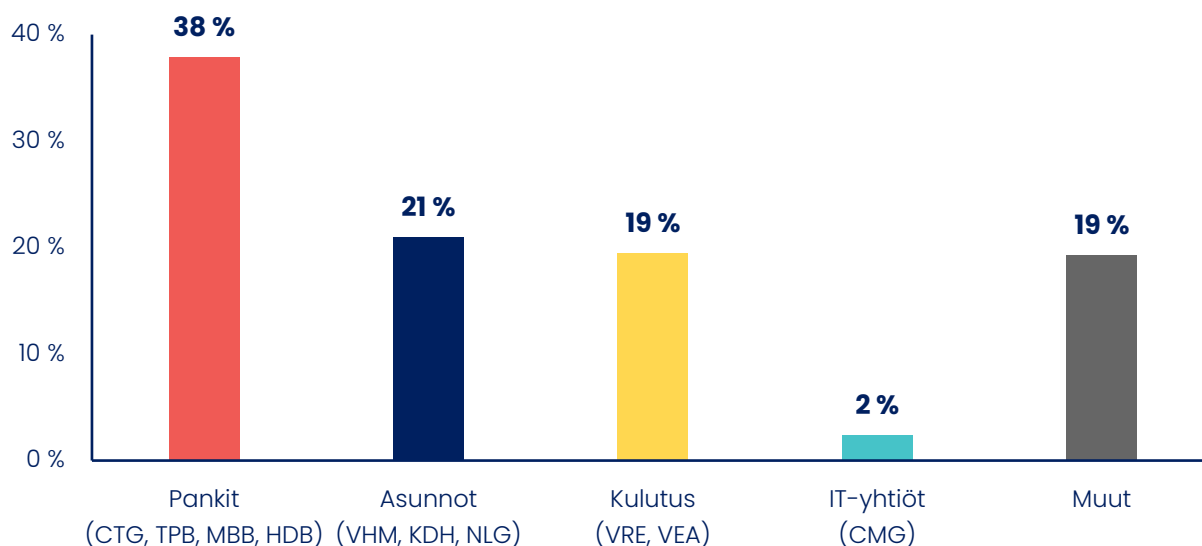
	2022	2023	2024	2025
P/E tulosodotuksilla	11,1	9,4	8,0	7,1
Osakekohtaisen tuloksen kasvu	+25 %	+18 %	+18 %	+12 %

Lähde: PYN Fund Management

Vietnamin pörssiyritysten tuloskasvu asettunee +25 prosentin paikkeille vuodelta 2022. Vietnamin pörssin arvostustaso on erityisen matala, kun ottaa huomioon lähivuosien tuloskasvunäkymät ja tuloskasvun ennustettavuuden. Jos Vietnamin vienti heikkenee ensi vuonna, vaikuttaisi se pörssiyritysten tulospainotukseen rajallisesti, sillä suurimmat vientiyritykset ovat ulkomaisten emoyhtiöiden omistuksessa. Nämä ovat saaneet investointiensa vastineeksi monivuotiset veroedut. Näiden vientiyritysten pääomistajat hoitavat niiden rahoitustarpeet. Verotuksellisen ja rahoituksellisen erityisaseman takia yhtiöitä ei ole listattuna Vietnamin pörssiin.

PYN Eliten salkun kohdistukset on tehty Vietnamin kotimarkkinan kysynnän mukana kasvaviin yrityksiin. Salkussa on kohtuullisen isolla painolla myös korona-aikana hankittuja käänneyhtiöitä, kuten ACV ja VRE, joiden bisnekset ovat romahtaneet viime vuosina yhteiskunnan sulkutoimien seurauksena. Myös isoimman sijoituksemme Vinhomesin (VHM) uusien projektien lanseeraukset olivat osin jäissä koronan takia, ja nousuvauhtiin on päästy takaisin vasta tänä vuonna. Isojen asuntohankkeiden myynnit tuloutuvat viiveellä, jolloin niistä jakautuu tuottoja useille vuosille. Vietnamin pankkisektorilla vuosittaiseksi tuloskasvuksi (CAGR) kirjattiin 31,2 prosenttia 2016-2021. Samana aikana Thaimaan pankkien tulokset ovat supistuneet -1,2 prosenttia. Vietnamin rahoitussektorin tarpeet lisäkasvulle ovat edelleen valtaisesti voimakkaasti kehittyvän yhteiskunnan toimiessa pankkien ajurina.

### PYN Eliten salkun allokaatio



Lähde: PYN Fund Management

PYN Eliten salkkuyhtiöiden tuloskasvun painotettu keskiarvo vuodelle 2022 on poikkeuksellisen voimakas, yli 50 prosenttia, sillä koronaperiodin aikana ostetut ACV ja VRE saavat prosenteissa

valtaisat tulosnousut. Muuten tulokasvuodotuksemme noudattavat yleistä, hyvää Vietnamin pörssiyhtiöiden linjaa. Bloombergin antama konsensusennuste oli vuodelle 2022 vielä kesällä 20 prosenttia, mutta tuoreimmissa luvuissa odotetaan jopa 30 prosentin tuloskasvua. Meidän salkkumme lähivuosien tuloskasvun riskejä pohtiessa on hyvä muistaa, että ulkoisten tekijöiden ei pitäisi ratkaisevasti vaikuttaa odotustemme toteutumiseen, sillä salkussa ei ole vientiyhtiöitä. Lisäksi salkkuyhtiöidemme bisnekset ovat hyvin vähän riippuvaisia yksittäisten raaka-aineiden hinnankehityksestä.

### PYN Eliten salkun P/E-luvun ennuste

	2022	2023	2024	2025
P/E -ennuste	12,1	10,1	8,2	7,6

(Keskeiset yhtiöt painotettu ka, VRE IFRS)

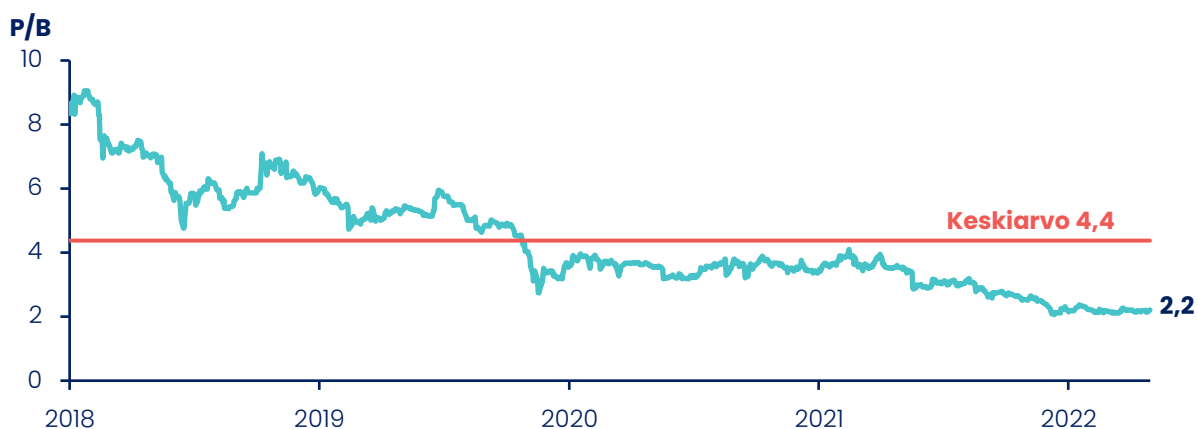
Lähde: PYN Fund Management

VHM			
Salkussa	17,4 %	Markkina-arvo (milj. €)	11 051
5 vuoden CAGR % 2016-2021:		Markkina-arvo tavoite (milj. €)	34 000
Liikevaihdon kasvu	49,9 %	Tavoitearvostus	P/E 14
Tuloskasvu	88,1 %	Tuottopotentiali	208 %

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

Vinhomes treidaa historiallisesti alhaisimmilla tasoillaan keskiarvo arvostuksiinsa nähden sekä myös saman toimialan yhtiöihin nähden. Sen valtava maaomistus on taseessa hankintahintoihin ja markkinahinnaltaan moninkertainen kirja-arvoihin nähden. VHM:n tase on muutoinkin hyvin tanakka, maltilliset velat: D/E lukema on 25 %.

### VHM:n P/B-valuationin kehitys



Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

Yhtiö on kirjaamassa vuodelta 2022 historiansa selvästi korkeimmat asuntojen ennakkomyyntilukemat, jotka tuloutuvat yhtiölle vuosien 2022-2024 aikana.

### Vinhomesin asuntojen ennakkomyynti

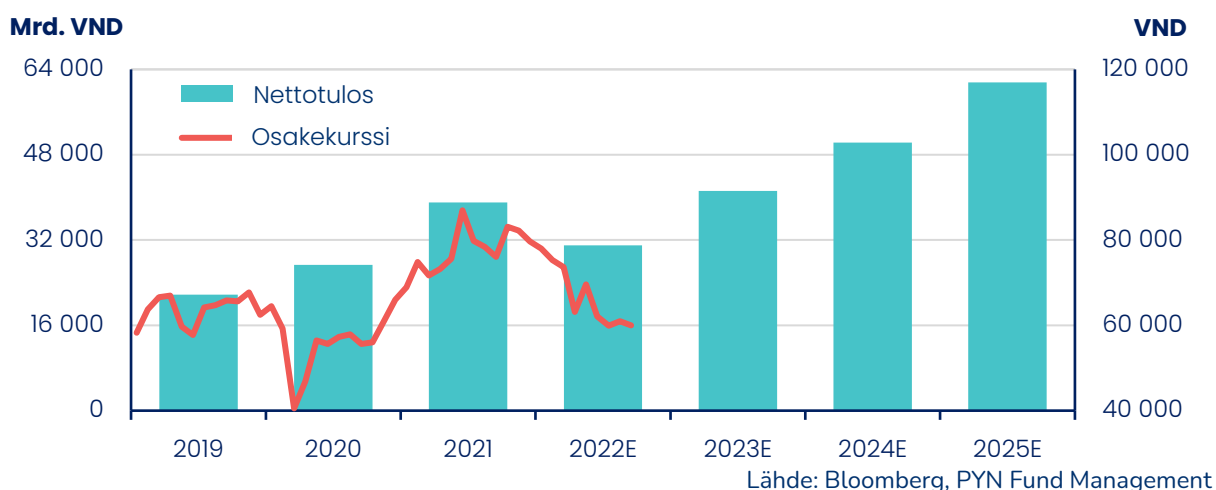
Vuosi	Asuntojen ennakkomyynnit (mrd. VND)	Asuntojen ennakkomyynnit (mrd. USD)
2018	67,600	2,9
2019	91,100	3,9
2020	64,400	2,7
2021	78,900	3,4
2022E	120,000	5,1

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

Vinhomesin pääomistajalla VIN Groupilla on käynnissä opportunistinen hanke, sähköautoyhtiö Vinfast. Vietnamin tehtailta toimitetaan lähiaikoina Yhdysvaltoihin 5 000 Vinfastin sähköautoa. Jotkut sijoittajat ovat vetäneet hankkeesta yhtäläisyyksiä Kiinan suurimpaan asuntoyhtiöön Evergreeniin, joka on velkojensa takia vakavassa kriisissä. Myös Evergreenin pääomistajalla oli sähköautohanke, mutta tämä on jäissä rahoitusongelmien takia. Huomattakoon, että PYN Elite ei omista lainkaan VIN Groupia.

Vinhomesin lähivuosien tuloskasvun ja erinomaisten näkymien on pakko jossain vaiheessa kääntää sijoittajien ajatukset takaisin tosiasioihin, jolloin yhtiön räikeä aliarvostus voisi korjaantua. Tykkäämme Vinhomesin bisneksestä, joka takoo kasvavaa kassavirtaa erinomaisella käyttökatteella. Tekemämme tarveanalyysin perusteella uusille asunnoille riittää valtavasti kysyntää: HCMC:n ja Hanoiin asuntotuotanto asettuu parhaillaan noin 50 000 asuntoon vuosittain, kun seuraavan 10 vuoden aikana tarvetta olisi 2,6 miljoonalle uudelle asunnolle.

### VHM:n tuloksen ja osakekurssin kehitys



## CTG

Salkussa	16,6 %	Markkina-arvo (milj. €)	5 489
5 vuoden CAGR % 2016-2021:		Markkina-arvo tavoite (milj. €)	13 000
Liikevaihdon kasvu	15,1 %	Tavoitearvostus	P/B 2,2
Tuloskasvu	15,6 %	Tuottopotentiali	137 %

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

Vietinbankin (CTG) oman pääoman tuottolukeman (ROE) voidaan ennakoida olevan 22 prosenttia vuosille 2022-2024, kun sen verrokin BID:n ROE on vain 18 prosenttia. Silti CTG saa tälle vuodelle edelleen selvästi alhaisemman P/B-valuaatiokertoimen kuin BID (CTG 1,1 ja BID 1,6).

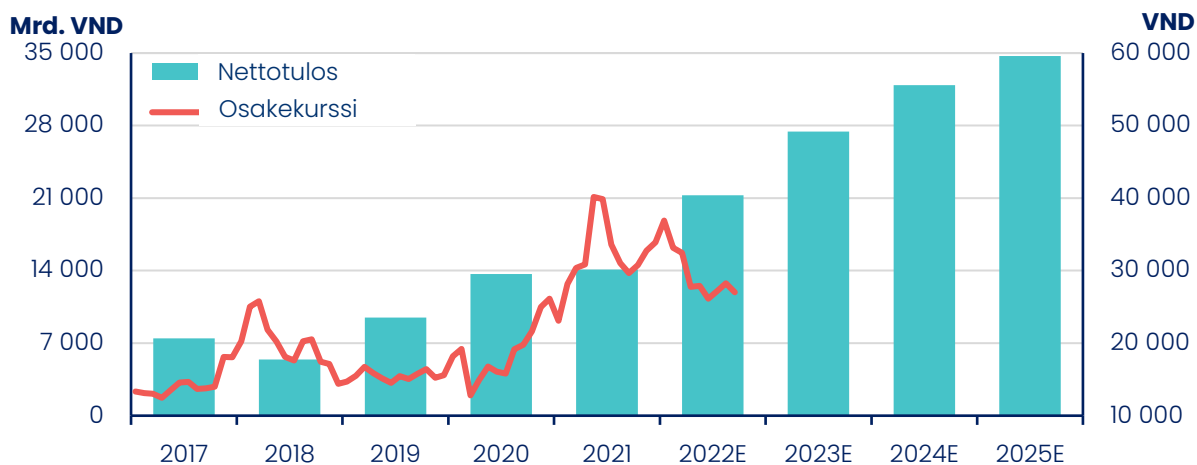
### CTG:n ja BID:n tunnuslukemat

Pankki	P/B 22E	Markkina-arvo (mrd. USD)	Konttorien määrä	Asiakasmäärä	ROE 22E-24E
CTG	1,1	5,5	~1100	14m	22 %
BID	1,6	7,8	~1100	16m	18 %

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

CTG:n tulos kasvaa erinomaisesti vuonna 2022, siitäkin huolimatta, että se aikoo edelleen kasvattaa myös varauksiaan jopa ylivarovaisesti, mikä hieman hillitsee nettotuloksen kasvua. CTG:tä rasitti pitkään vuoden 2012 pankkikriisin taseen jälkipyykki ja toiminnallinen tehottomuus, mutta nyt sen tuloksissa näkyy pankin mainio kunto. Ennustemme mukaan CTG:n tulos kasvaa tänä vuonna +51 prosenttia.

### CTG:n tuloksen ja osakekurssin kehitys



Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management



## VEA

Salkussa	10,0 %	Markkina-arvo (milj. €)	2 642
5 vuoden CAGR % 2016-2021:		Markkina-arvo tavoite (milj. €)	3 800
Liikevaihdon kasvu*	2,7 %	Tavoitearvostus	P/E 12
Tuloskasvu	5,0 %	Tuottopotentiali	44 %

\*VEAM:n kasvulukemissa ja liikevaihdossa on käytetty kolmen yhteisyrityksen yhteenlaskettua liikevaihtoa

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

VEA on velaton, isolla kassalla varustettu holdingyhtiö, jonka osakkuusyhtiöiden tehtaot valmistavat moottoripyöriä ja autoja (Honda, Toyota ja Ford). Osakkuusyhtiöt toimivat äärimmäisen kannattavasti nettomarginaalien ollessa yli 10 prosenttia. Kun tarkastelemme Vietnamin pörssin markkina-arvoltaan 150 suurimman yhtiön listaa, VEA on maksamallaan vuotuisella käteisosingolla kolmen kärjessä. Sen osinkoyield on 9 prosenttia, ja vuodelle 2023 osinkoyield nousee 11 prosenttiin, jos osake ei liiku. Yhtiön osakkuustehtailla on potentiaalia kasvaa samaa tahtia autokaupan kasvun myötä, mutta Hondan moottoripyöriä myydään jo nyt kaksi miljoonaa kappaletta vuosittain markkinaosuuden ollessa lähes 80 prosenttia. Niissä on vaikea nähdä vauhdikasta kasvua enää jatkossa. Näinä epävakaina aikoina osaketta on turvallista omistaa, tosin hintatavoitteemme on maltillinen johtuen yhtiön rauhallisesta kokonaiskasvusta. Yhtiön paino PYN Eliten salkussa on kasvanut, sillä osake on noussut vuoden 2022 alusta, samalla kun muut osakkeet ovat laskeneet.

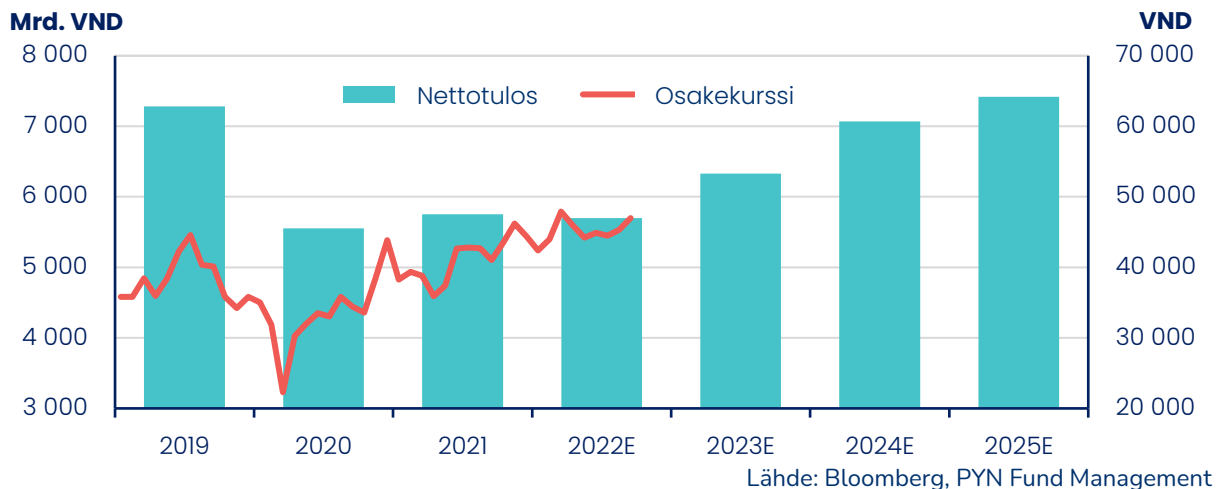
### VEA:n osakkuusyhtiöiden parhaiten myyvät mallit

	Honda		Toyota		Ford
	Honda Wave	Honda City	Vios	Corolla Cross	Ranger
	moottoripyörä	auto	sedan	SUV	pick up
Kpl myynti 2021	376 514	9 745	19 931	18 441	15 650
Kpl myynti per 6/2022	215 094	9 439	11 937	10 913	6 433

Lähde: VAMA

Ford lanseerasi Vietnamin heinäkuussa Everest SUV -mallin, mikä on saanut hyvän vastaanoton, ja autoa myytiin elokuussa 684 kappaletta. Fordin toiminta Vietnamin edelleen pientä Toyotan ollessa maan myydyin autobrandi. Viime elokuussa Toyotan City SUV:n Cross-malli oli maan toiseksi myydyin auto.

## VEA:n tuloksen ja osakekurssin kehitys



## VRE

Salkussa	9,5 %	Markkina-arvo (milj. €)	2 739
5 vuoden CAGR % 2016-2021:		Markkina-arvo tavoite (milj. €)	5 500
Liikevaihdon kasvu	-1,6 %	Tavoitearvostus	P/E 16*
Tuloskasvu	-11,6 %	Tuottopotentiali	101 %
*P/E-luku IFRS-standardin mukaisesti			

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

VRE otettiin salkkuun ostoskeskusbisneksille vaikean koronajakson aikana. Yhtiön viiden vuoden kasvuluvut näyttävät heikoilta, kun niitä tarkastellaan koronavuosiin päättyvältä jaksolta 2016-2021, mutta edessä on kvartaali toisensa jälkeen vahvaa tuloskasvua. Ensimmäinen korona-ajan jälkeinen kauppakeskus lanseerattiin huhtikuussa, ja se on ollut menestys. VRE on velaton ja odotamme 2022-2026 vuosittaisen tuloskasvun CAGR-lukeman asettuvan 24 prosenttiin. Kauppakeskusten vuokralaiset ovat nimekkäitä yhtiöitä, kuten vaikkapa Uniqlo, Muji, Adidas, H&M ja Starbucks.

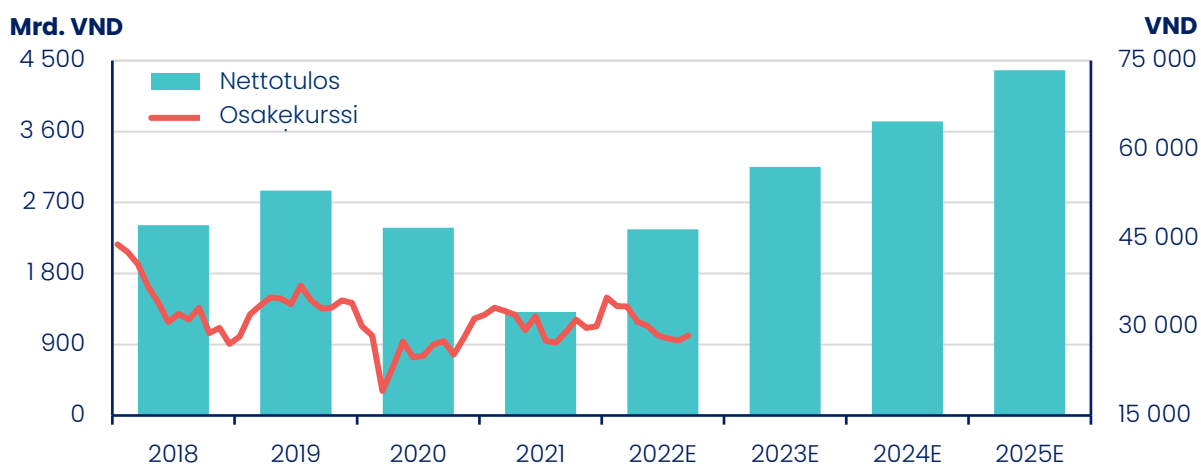
Vietnamin tilinpäätöskäytäntö (VAS) on käsitellyt yhtiön kiinteistöomaisuutta kohdistuen siihen pakollisia poistoja, vaikka kiinteistöjen markkina-arvot ovat vuosittain kohonneet. Yhtiö julkaisee VAS-käytännön lisäksi kansainvälisen IFRS:n mukaiset tilinpäätöslukemat, mihin käytäntöön pörssiyhtiöiden on yleisesti tarkoitus siirtyä jossain vaiheessa. IFRS antaa paremman kuvan yhtiön tuloksesta. VRE olisi unelmakohde aasialaisille ostoskeskusoperaattoreille, jos yhtiöstä tulisi merkittävä omistusosuus tarjolle. Tällaisessa yrityskaupassa osakekohtainen hinta olisi varmasti nykyistä pörssin markkinahintaa reippaasti korkeampi.

### VRE:n todellinen tulos tulee esiin IFRS-tilinpäätöskäytännön mukaisissa laskelmissa

Mrd. VND	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
<b>Nettotulos (VAS)</b>	1 315	2 359	3 153	3 728	4 376
%-kasvu vuositasolla		79 %	34 %	18 %	17 %
<b>Nettotulos (IFRS)</b>	2 545	3 628	4 581	5 387	6 311
%-kasvu vuositasolla		43 %	26 %	18 %	17 %

Lähde: Vincom Retail, PYN Fund Management

### VRE:n tuloksen ja osakekurssin kehitys



Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

## ACV

Salkussa	9,2 %	Markkina-arvo (milj. €)	8 011
5 vuoden CAGR % 2016-2021:		Markkina-arvo tavoite (milj. €)	14 000
Liikevaihdon kasvu	-20,2 %	Tavoitearvostus	P/RNAV 1,5
Tuloskasvu	-37,7 %	Tuottopotentiali	75 %

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

Vietnamin lentoasemia operoiva ACV hankittiin salkkuun koronaepidemian aiheuttaman heikon tilanteen aikana. Keskeiset lentoasemayhtiöt ovat rahantekokoneita ympäri maailmaa ja niiden kasvunäkymät ovat vakaat. Vuosina 2015-2019 ACV kirjasi kotimaan liikenteen kasvulukemiksi 69 prosenttia. Vuonna 2019 kotimaan matkustajissa tehtiin ennätysvuosi (67 miljoonaa matkustajaa), ja tänä vuonna kotimaan liikenteessä matkustajien määrän arvioidaan nousevan 85 miljoonaan matkustajaan. Vietnamin kansainvälinen lentoliikenne oli koronan takia parisen vuotta jäissä maan tiukan torjuntaohjeistuksen takia. Rajoituksia on purettu viime keväästä lähtien, joten kansainvälisen liikenteen ennätystä rikotaan vasta lähitulevaisuudessa. ACV:n markkina-arvo on vain neljännes sen

verrokin, Thaimaan AOT:n arvosta, vaikka ACV on jo pitkään kasvanut paljon nopeammin. ACV:n omaisuus on yhtiön taseessa kirjattu historiallisiin hankintahintoihin.

### Vietnamin ACV versus Thaimaan AOT

	ACV	AOT
Markkina-arvo (mrd. USD)	8,0	28,6
Kotimaan matkustajamäärän kasvu 2015-2019	69 %	21 %
Tulos 6 kk/2022	+125 milj. USD	-149 milj. USD
P/B	5,1	10,0

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

Lentoliikenteen matkustajien määrä on Aasiassa kasvanut nopeimmin juuri Vietnamissa. Oletamme trendin jatkuvan myös koronan jälkeisinä vuosina.

### Aasian lentokenttien matkustajamäärien kasvu

Lentokenttäyhtiö	Kehitys 2015 - 2019	
	Ulkomaanliikenne	Kotimaanliikenne
ACV Vietnam	47 %	69 %
AOT Thaimaa	37 %	21 %
MAHB Malesia	33 %	19 %
KAC Korea	55 %	18 %
MIP Filippiinit	46 %	18 %
AAI India	22 %	63 %
Angkasa Indonesia	40 %	5 %
Changi Singapore	23 % (kokonaismatkustajamäärä)	
Shanghai Kiina	23 % (kokonaismatkustajamäärä)	

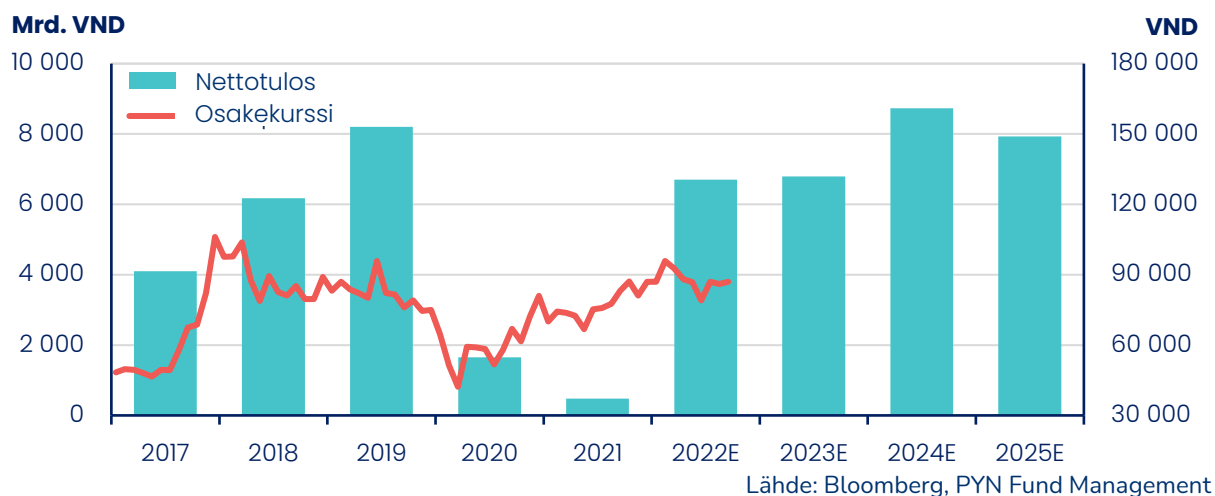
Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

ACV:n nettotulosta heittelevät vuosien 2022-2025 rahoituserät, kun Saigoniin rakennetaan uutta isoa kansainvälistä lentoasemaa. Liiketoiminnan koronavuosien jälkeistä kehitystä kuvaa ehkä parhaiten yhtiön käyttökateen kehitys.

	2021	2022(E)	2023(E)	2024(E)	2025(E)
ACV:n käyttökate	-1 265	5 540	8 160	10 853	12 419

Lähde: PYN Fund Management

## ACV:n tuloksen ja osakekurssin kehitys



## TPB

Salkussa	8,8 %	Markkina-arvo (milj €)	1 776
5 vuoden CAGR % 2016-2021:		Markkina-arvo tavoite (milj. €)	4 400
Liikevaihdon kasvu	42,4 %	Tavoitearvostus	P/B 2,2
Tuloskasvu	53,6 %	Tuottopotentiali	148 %

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

TPB-pankin huikea tarina jatkuu. Digitalisaation merkityksen sisäistänyt pankki on saanut valitsemilleen palveluille erittäin vahvaa kasvua ja korkeat markkinaosuudet. Oheinen koko pankkisektoria kuvaava taulukko kertoo, että modernit vietnamilaiset pankit ovat onnistuneet tuotteistamaan digipalveluja, ja tämän takia kasvu on ollut voimakasta.

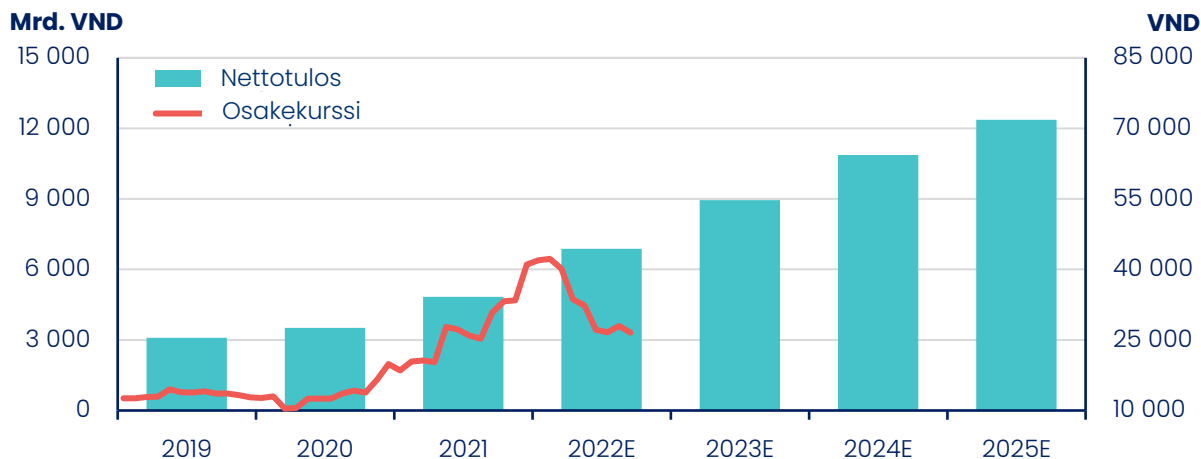
## Vietnamin pankkialan digitalisaation kehitys suhteessa Thaimaan pankkeihin

Vietnam	1Q2020	1Q2021	1Q2022
Verkko- ja mobiilipalvelut (mrd. USD)	26	237	855
Kokonaismaksuliikenne (mrd. USD)	1 377	1 634	2 132
josta verkko- ja mobiilipalveluiden osuus	2 %	14 %	40 %
Thaimaa			
Verkko- ja mobiilipalvelut (mrd. USD)	492	605	704
Kokonaismaksuliikenne (mrd. USD)	4 128	3 764	3 846
josta verkko- ja mobiilipalveluiden osuus	12 %	16 %	18 %

Lähde: SBV, BOT

PYN Elite hankkiutui TBP:n omistajaksi jo ennen sen listautumista, ja nyt omistamme siitä lähes neljä prosenttia. TPB:n P/E vuodelle 2024 on 3,9. Sijoituksessamme on hyvä tuotto sisällä, vaikka tänä vuonna osakkeen hinta onkin notkahtanut suhteellisen rajusti. Uskomme, että myöhemmin osake jatkaa nousuaan seurattessaan pankin tulokasvua.

### TPB:n tuloksen ja osakekurssin kehitys



Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

## MBB

Salkussa	8,2 %	Markkina-arvo (milj. €)	4 296
5 vuoden CAGR % 2016-2021:		Markkina-arvo tavoite (milj. €)	8 500
Liikevaihdon kasvu	30,2 %	Tavoitearvostus	P/B 2,0
Tulokasvu	34,2 %	Tuottopotentialiaali	98 %

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

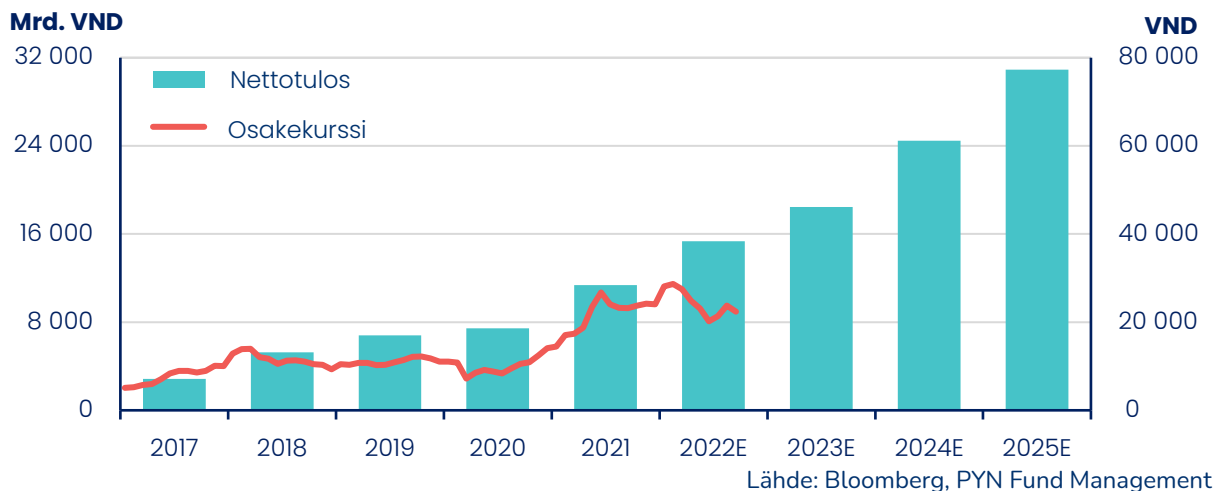
MBB-pankki on uuden toimitusjohtajansa aikakaudella toteuttanut modernia strategiaa, jossa digitalisaatio ei ole vain tukitoiminto, vaan pankin ydin. Hyvin harkittu strategia ja toteutus kantavat nyt hedelmää, ja MBB on edennyt vauhdilla viimeiset kaksi vuotta. Pankilla oli kesäkuun lopussa 12,8 miljoonaa verkkoasiakasta, ja uskomme vuoden loppuun mennessä 18 miljoonan digiasiakkaan rajan menevän rikki. Toki bruttomääriin tulee suhtautua kriittisesti. Asiaa voi verrata Twitteristä käytyyn debattiin, eli onko asiakkaaksi rekisteröitynyt aktiivisesti palveluja käyttävä vai lukema sijoittajille suunnatussa prospektuksessa. MBB:n digilukemat kertovat uskottavasti vahvasta kasvusta, mutta pankin tehtäväksi jää saada sovelluksen ladanneet asiakkaat myös aktiivisesti keskittämään pankkitarpeiden käyttönsä juuri MBB:n palveluihin.

### MBB:n digiasiakkaiden kumulatiivinen kasvu

	2019	2020	2021	2022E
Digitaalisten palveluiden käyttäjät (milj.)	1,0	3,0	9,3	18,0

Lähde: MB Bank, PYN Fund Management

## MBB:n tuloksen ja osakekurssin kehitys



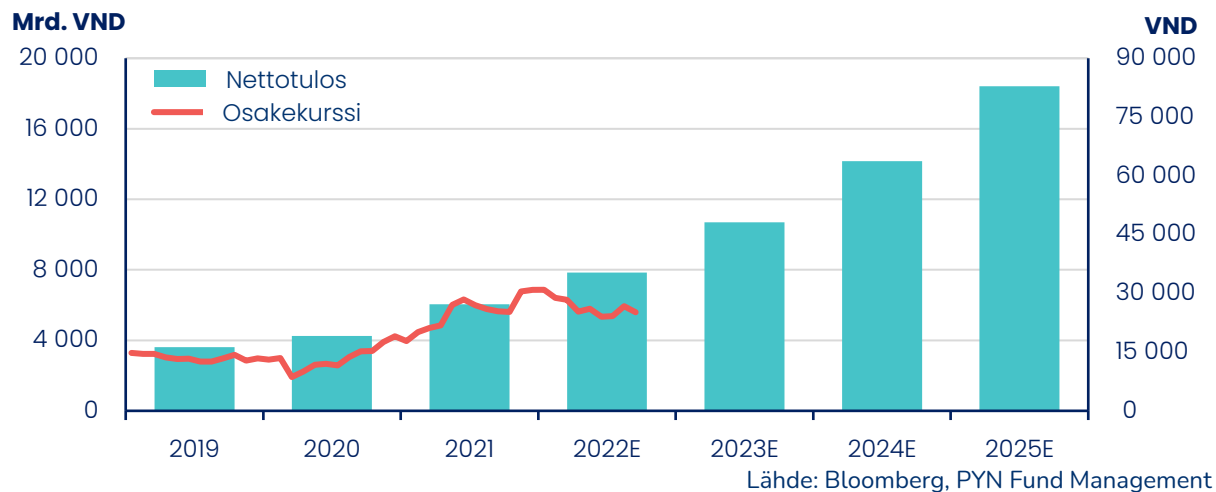
## HDB

Salkussa	4,4 %	Markkina-arvo (milj. €)	2 145
5 vuoden CAGR % 2016-2021:		Markkina-arvo tavoite (milj. €)	4 500
Liikevaihdon kasvu	25,3 %	Tavoitearvostus	P/B 2,0
Tuloskasvu	52,3 %	Tuottopotentiali	110 %

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

HDB-pankki on hyvin johdettu ja kunnianhimoinen. Pankki on toistaiseksi vuosittain onnistunut erinomaisesti saavuttamaan pitkän tähtäimen tavoitteensa. HDB-pankin kuluttajaluottoyhtiö HD Saison on koronan aikana onnistunut välttämään isompia takapakkeja, ja sillä on kulutusluotto-toimialalla paras luottoriskin kontrolli.

## HDB:n tuloksen ja osakekurssin kehitys



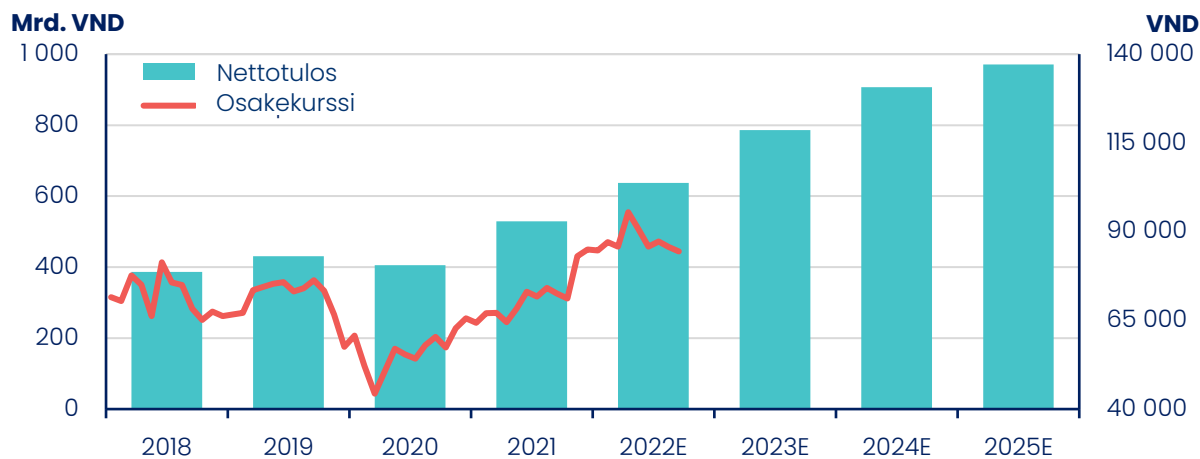
## SCS

Salkussa	2,8 %	Markkina-arvo (milj. €)	335
5 vuoden CAGR % 2016-2021:		Markkina-arvo tavoite (milj. €)	535
Liikevaihdon kasvu	11,1 %	Tavoitearvostus	P/E 18
Tuloskasvu	18,1 %	Tuottopotentiali	60 %

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

Lentorahtiyhtiö SCS:n bisnes on äärimmäisen kannattavaa. SCS operoi 78-80 % käyttökateen tasolla ja on tällä mittarilla PYN Eliten salkun kannattavin yhtiö. Yhtiö ansaitsee korkeamman P/E-arvostuksen. Lentorahtiyhtiön siivu hankittiin salkkuun koronakriisin aikana.

### SCS:n tuloksen ja osakekurssin kehitys



Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

## CMG

Salkussa	2,4 %	Markkina-arvo (milj. €)	321
5 vuoden CAGR % 2016-2021:		Markkina-arvo tavoite (milj. €)	500
Liikevaihdon kasvu	6,4 %	Tavoitearvostus	P/E 22
Tuloskasvu	15,4 %	Tuottopotentiali	56 %

Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

It-palvelujen yhtiö CMG on siirtynyt nopean kasvun vaiheeseen. Yhtiöllä on selkeä strategia kasvaa valituilla painopistealueilla, joihin kuuluvat muun muassa it-systeemisuunnittelu, data center -palvelut ja uusimpana myös it-insinöörien koulutus CMG:n omistamassa yliopistossa. Vuonna 2017 yhtiö aloitti ohjelmistokehityksen ulkoistamiskumppani -liiketoimintayksikön, jonka kasvuvauhti häikäisee. Vietnamilaiset koodarit ovat taitavia ja hinnoittelussaan kilpailukykyisiä. Asiakasprojekteista ne usein kisaavat intialaisten it-yhtiöiden kanssa. Ohessa CMG:n ohjelmistokehityksen ulkoistamiskumppani -bisneksen kasvulukemia. CMG:n kasvutavoitteet seuraaville vuosille ovat erittäin korkeat.

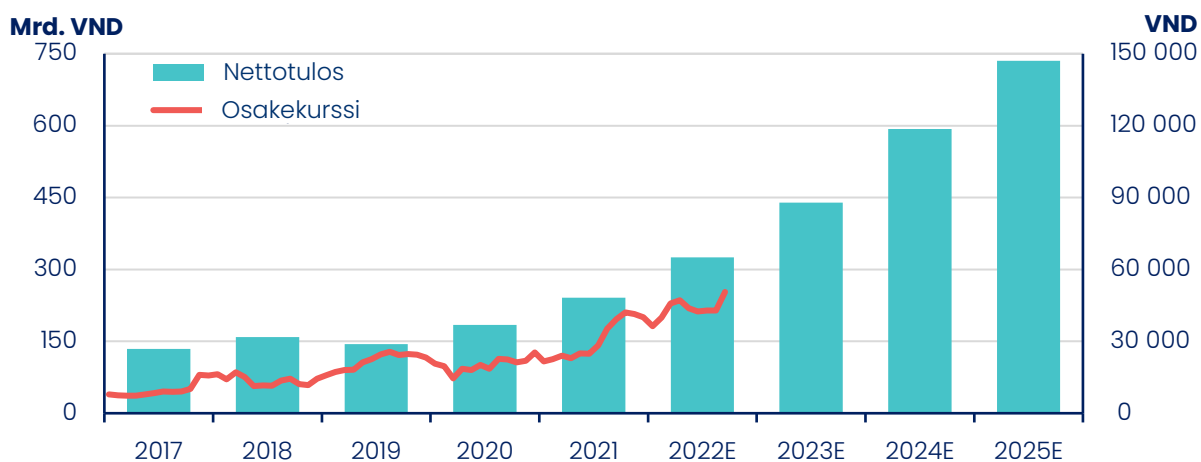


### CMG:n ohjelmistokehityksen ulkoistamiskumppani -liikeyksikön kasvu

	2018	2019	2020	2021
Liikevaihdon kasvu (mrd.VND)	169	252	413	894
<b>Vuositasolla</b>		<b>49 %</b>	<b>64 %</b>	<b>117 %</b>
% konsernin liikevaihdosta	3 %	5 %	7 %	13 %

Lähde: Fiiipro

### CMG:n tuloksen ja osakekurssin kehitys



Lähde: Bloomberg, PYN Fund Management

## 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 Avaintieto-esitteeseen, Rahastoesitteeseen sekä Sääntöihin. Esitetty materiaali perustuu PYN Fund Managementin näkemykseen markkinoista ja sijoitusmahdollisuuksista. PYN Elite Erikoissijoitus-rahasto 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 myynninedistämisenä 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 avaintietoesitteen 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](http://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 kieliversioiden 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 keskisuuriin yrityksiin. Tällaisten yhtiöiden osakkeiden hinnat voivat vaihdella huomattavasti ja niiden likvideetti voi olla paljon heikompi verrattuna suurten yhtiöiden osakkeiden hintoihin tai likvideettiin. 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.