

”För långsiktiga tror vi att det är ett fantastiskt bra köptillfälle”

Mattias Martinsson

Tillbaka till framtiden på börsen i Vietnam

Vietnam är en chans att resa i tiden och göra aktieköp man skulle ha gjort för 30 år sedan. Mattias Martinsson och teamet på Tundra gör det ovanliga att etablera sig på plats. Det har lönat sig.

Den bromsande tillväxttakten i Kinas ekonomi är ett ständigt närvarande tema för bedömare av utsikterna för placeringar.

Lite i skymundan av den diskussionen tuffar tillväxten på i hög fart i flera folkrika länder inom och omkring det asiatiska frihandelsområdet.

Kostnadsnivån är ännu betydligt lägre än i kinesiska industristäder som blivit mindre konkurrenskraftiga som plats för produktion. De billigare länderna drar till sig investeringar från internationella storföretag, samtidigt som infrastrukturen är i uppbyggnadsfas och stora befolkningsgrupper är på väg att ta ett ekonomiskt språng till ökade möjligheter att konsumera.

Svenska Tundra Fonder specialiserar sig på att ringa in marknader som står näst på tur att nå ekonomiska genombrott som redan skett i stora delar av Kina. Nyligen öppnade bolaget kontor med lokal personal i Ho Chi Minh-staden i Vietnam.

Mattias Martinsson, partner i fondbolaget och ansvarig förvaltare för **Tundra Vietnam**, liknar det han ser vid en chans att kliva in i en tidsmaskin.

– Man kan önska att man hade köpt **Investor** för 30 år sedan. Här får du känslan av att faktiskt kunna göra det när du exempelvis går in till en återförsäljare av bilar. Eller tittar på ett mjölkbolag och vet att det ännu bara konsumeras 30 liter per person och år, jämfört med 360 liter i Sverige.

Det Mattias Martinsson ser är en andra chans att få vara med om att ett land går in i den gyllene period som alla västländer någon gång har haft.

– I Sverige känns det som att du behöver hitta nästa Spotify eller extremt smarta lösningar för att verkligen tjäna pengar.

Här köper du verksamheter som är ganska enkla att förstå, med produkter som folk självklart kommer att vilja ha.

Han konstaterar att Vietnam är typ-exemplet på länder som just nu drar nytta av att verksamheter flyttas från exempelvis Kina.

– Det är en cykel som tidigare skett efter andra världskriget i Japan, Sydkorea och Taiwan. Men på 60- och 70-talet var det få som tänkte att Sydkorea skulle ha världens största mobilföretag med högteknologisk produktion.

– Jag tror att Vietnam har alla förutsättningar att bli nästa Sydkorea. Det är deras ambitionsnivå i teknologisk utveckling. Det finns en plan att gå från verksamheter med lågt förädlingsvärde till högt och de har slutit handelsavtal med nästan hela världen för att åstadkomma det här.

Placeringsguiden träffar Mattias Martinsson dagen efter att han landat från sin senaste resa för att besöka vietnamesiska företag. Det har gått nästan exakt två år sedan Vietnamfonden lanserades, en period då tillväxtekonomier som placeringstema varit omväxlande stekhett och iskallt.

Många påverkas kraftigt av råvarupriernas rörelser. Trots stora skillnader mellan länderna tenderar deras börser och

valutor att tidvis styras av snabba kast mellan in- och utflöde av internationellt placeringskapital, drivet av förväntningar på penningpolitiken i USA och skiftande riskapit.

Vietnam är självförsörjande på olja och tillhör varken de stora vinnarna eller förlorarna på de senaste årens drastiska oljeprisras. I fjol ökade landets BNP med 6,7 procent, mer än det officiella målet och en takt som statsledningen anser kan överträffas i år.

Även börsen har gått bättre än många andra. Huvudindex på Ho Chi Minh-börsen ligger några procent på plus sedan årsskiftet och 18 procent upp sedan början av 2014. Den vietnamesiska valutan, dong, är knuten till dollarn som under samma period har stärkts över 20 procent gentemot kronan.

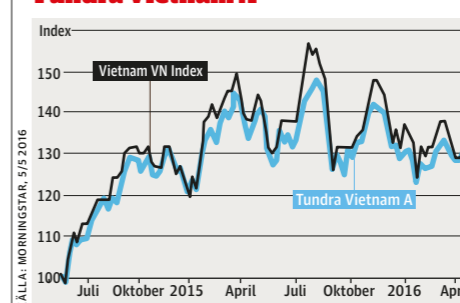
Ur svenska sparares perspektiv har alltså valutaförändringen under de här två åren varit en fördel. Trots att Vietnam har låtit dongen tappa drygt 5 procent i värde mot dollarn.

– Valutan deprecieras med i snitt 3 procent per år mot dollarn. Det är inte värt att betala kanske 6 procent för att valutasäkra.

Liksom exempelvis Bangladesh och Pakistan har Vietnam gått från underskott till en neutral handelsbalans, vilket innebär ett grundflöde av utländskt kapital som motverkar valutaförsvagning.

Med ett långsiktigt perspektiv i reala tillgångar ser inte Mattias Martinsson valutan som ett problem. Företag som exempelvis importerar bilar från Japan och säljer i Vietnam kompenserar sig med höjda priser om dongen försvagas. Kvadratmeterpriset på lägenheter i sju-miljonersstaden Hanoi kommer framöver inte längre vara en tiondel av priserna i Stockholm.

Tundra Vietnam A



De tidvis stora förändringarna i hur aktier värderas i mindre mogna tillväxtekonomier bör däremot placera hålla ögonen på.

- Om du tittar på långa cykler på 20 år i tillväxtmarknader så har du en genomsnittlig kursutveckling på 12-13 procent per år. Får du perioder med väldigt mycket mer ska du vara försiktig. Får du perioder med mycket mindre är det ett långsiktigt köptillfälle.

Var i den pendlingen är vi nu?

- De senaste ett och ett halvt åren har vi sett nettoutflöden från den här typen av marknader varje månad. Värderingarna ligger kring 10-12 gånger företagens årsvinster i Vietnam, omkring 9 för frontier markets som grupp. Historiskt sett är värderingen extremt låg.

Han tycker att det krävs en stort mått av pessimism för att inte lockas av värderingarna.

- Man måste tro att något fasansfullt kommer att inträffa i världen, som gör att företagsvinsterna blir mycket mindre. Vi som finns på plats ser inte att det händer.

Han pekar på att bolagen utvecklas bra och generellt har låg skuldsättning. De flesta är vana att inte investera mer än kassaflödet tillåter.

- Om de skulle vilja finns ett jättestort utrymme att öka balansräkningarna. Vi tror att det är ett fantastiskt bra köptillfälle för långsiktiga investerare.

Ho Chi Minh-staden är Tundras andra analysfilial, utöver Stockholmskontoret, med så här långt en vietnamesisk analytiker. I Karachi finns fyra analytiker på kontoret som öppnade några år efter starten av Tundras Pakistanfond. Det var världens första utländska Pakistanfond och har efter avgifter gett fondandelsägarna 167 procent mätt i kronor sedan lanseringen i slutet av 2011.

Aktiv förvaltning är dyrare än att replikera ett index, vilket förklarar förvaltningsavgiften som är 2,5 procent för både Pakistan- och Vietnamfonden. Mattias Martinsson pekar på vikten av att finnas på plats för att kunna leverera bättre avkastning än en passiv indexplacering.

- Vi satsar resurser för att se på våra marknader lika seriöst som exempelvis Didner & Gerge såg på Sverige när de en gång i tiden startade. Vi måste slå indexfonder väsentligt över tid.

Så här långt har det lyckats väl även i Vietnamfonden, som efter avgifter gett 28 procent mätt i kronor sedan starten i maj 2014. Närmare 15 procentenheter bättre än jämförelseindex FTSE Vietnam.

- Jag tror att det kommer att bli tydligare framöver att man inte kan sitta i Stockholm och sköta en aktiv förvaltning

som kan konkurrera med förvaltare som finns på plats på tillväxtmarknader.

Bolagen som väger tungt i olika Vietnamindex är inte nödvändigtvis de mest lovande. Dessutom finns fortfarande begränsningar för andelen utländskt ägande i vietnamesiska börsbolag. I de mest eftertraktade är utlandskvoten redan fylld, vilket innebär att indexplacering inte kommer åt aktierna på marknaden. De måste köpas direkt av andra ägare.

17 procent av Tundras fond består av bolag där den utländska ägarkvoten är fylld. Sedan hösten 2015 har bolagen själva möjlighet att rösta om att öppna helt för utländskt kapital och i nästa steg få det prövat av myndigheterna.

- Vi har ett par bolag som har röstat för att tillåta upp till 100 procent. Gradvis kommer fler och fler att öppnas för utländskt ägande så att fler kan placera i exempelvis den bästa banken i stället för i bolag som utländska investerare uppenbarligen inte vill ha.

Tundras Vietnamportfölj är relativt koncentrerad med ett 40-tal bolag, varav två tredjedelar inte hör till de största aktierna i index. I snitt handlas portfölj innehaven till strax över 10 gånger företagens årsvinster och har en vinsttillväxt på 12-15 procent per år.

Knappt en fjärdedel av kapitalet sorterar inom finanssektorn, betydligt mindre än i indexet FTSE Vietnam där finans står för hälften.

- Vi är inte så oroliga för de större bankernas solvens, men tycker att de är för dyra. De handlas till 15-16 gånger årsvinsten och växer med kanske 10 procent om året. Vi hittar bolag med bättre förutsättningar i andra branscher där genomlysningen dessutom är bättre.

Vietnam hade en fastighetskris 2007-2008. Mattias Martinsson bedömer att bankerna fortfarande har 1-2 år kvar för att rensa ut dåliga lån från krisen.

Trots en kraftig byggboom är han inte särskilt oroad för att misstagen från fastighetskrisen nu upprepas.

66 procent av befolkningen bor ännu på landsbygden, mot 60 procent som snitt bland frontier markets och 20 procent i utvecklade europeiska ekonomier. 2 procent om året flyttar in till städer för att ta jobb på exempelvis **Samsung**, **LG Electronics** och andra storföretag.

Ho Chi Minh-staden har 10 miljoner invånare. 2 procent motsvarar 200 000 människor inflyttade varje år som behöver någonstans att bo. Byggtakten har ökat från 2 000 lägenheter per år 2009 till 22 000 i fjol.

- Jag tror att det kommer finnas tillräcklig efterfrågan. Före krisen byggdes lyx-



FOTO: RICKARD NILSTRÖM

fastigheter som köptes i spekulation. Nu byggs främst för låg- och medelinkomsttagare i prisklassen 6 000-12 000 kr per kvadratmeter.

Jämfört med index har portföljen övervikt i aktier inom bland annat infrastruktur, transporter, cement- och stålindustri, IT och valda bolag inom vård och sällan köpsvaror som däcktillverkning.

- Vi försöker hitta de bolag som kommer att ta störst andel av sektorer som vi tror kommer att utgöra en större andel av ekonomin än i dag.

Ett av de största bolagen i fonden är **FPT**, som rymmer konsultverksamhet med mjukvaruutvecklare, en detaljhandelskedja för mobiltelefoner och ett litet telekombolag.

- Det värderas till nio gånger företagens årsvinst och vi räknar med att det växer med 15-20 procent per år. Det ägs redan till 49 procent av utländskt kapital vilket innebär att indexfonder inte kan köpa aktien.

Stålbolaget Hoa Phat och cementbolagen **Ha Tien 1** och **Bim Son** gynnas av den pågående byggboomen. Ytterligare ett exempel från portföljen är **Ho Chi Minh Infrastructure**, en privat projektutvecklare.

- De bygger broar och vägar och har gjort ett stort antal projekt vilket ger trovärdighet när de kommer med förslag till staten. Aktien värderas strax under 10 årsvinster och vi räknar med att vinsten ökar med 15-20 procent per år under över-skådlig framtid.

Inom konsumentvaror är **Masan Group** stort, ett konglomerat med flera verksamhetsgrenar.

- Thailändska **Singha** köpte nyligen en andel av Masans konsumentvarudel till en värdering som motsvarar att bara konsumentvarorna är värt hela bolagets börsvärde på 2,5 miljarder dollar.

Masan har bland annat 70 procent av marknaden för fisksås och 30 procent marknadsandel på nudlar. Tillväxttakten är hög. Nyligen drogs en bryggeriverksamhet i gång. Via förvärv gick Masan in på marknaden för grisfoder som växer snabbt i takt med att fler vietnameser får råd att konsumera mer proteinrik mat.

- Vi har också aktier i exempelvis **Vina-milk**, som är Vietnams motsvarighet till Arla. Aktien är dyrare, lite över 20 gånger årsvinsten, men bolaget har sannolikt förutsättningar för att hålla hög tillväxt under lång tid framöver. Mjölkkonsumtionen är ännu bara en tiondel av den i Europa.

Bilåterförsäljare är ytterligare ett konsumenttema som Mattias Martinsson gillar. - Vietnam har över 90 miljoner invånare, 40-50 miljoner mopeder och skotrar men bara 3-4 miljoner bilar. Det säljs nu 200 000 bilar om året.

Konkurrensen är tuff och marginalerna tunna på bilförsäljningen. Men kunder som återkommer för reservdelar och service ger betydligt högre lönsamhet.

- Har du en vettig marknadsandel och marknaden växer så får du en väldigt trevlig affär. Vietnams motsvarighet till Hedin Bil handlas för 8 gånger årsvinsten och växer med 15-20 procent per år.

Börslistorna i Ho Chi Minh-staden och Hanoi rymmer ungefär 700 bolag. Där finns också en smålista med mindre bolag.

Utländska aktörer står fortfarande för en relativt liten andel av handeln. Jämfört med närliggande börser är värderingarna också lägre, med ett p/e för årets väntade företagsvinster under 11 i FTSE Vietnam.

För det lokala VN Index, som med en annan sammansättning har en högre väntad vinsttillväxt på 15-20 procent, är p/e-talet 12,6. Direktavkastningen ligger över 4 procent.

Motsvarande för de lokala börsindexen i Malaysia och Thailand är omkring p/e 17 och över 20 för Filippinerna som har en betydligt mer utvecklad börshandel än Vietnam.

De vietnamesiska börsbolagen tycks alltså vara billigare, men de makroekonomiska teman som Tundra siktar är inte mindre gynnsamma.

- De stora fördelarna för utländska investerare är löneläget och snabba beslutsvägar som statsstyrningen ger. 94 procent av befolkningen kan läsa vilket gör det snabbt att utbilda. Lika många kvinnor och män arbetar så hela befolkningen är tillgänglig. Hälsonivån är hög, livslängden i snitt är över 70 år vilket är ovanligt bland frontier markets. 70 procent av befolkningen är i arbetsför ålder.

Hur transparenta är bolagen?

- Där ligger svårigheten. Jämfört med andra frontier markets hitta vi fortfarande många bolag som missköter sig. Det är den viktigaste delen i analysen, är vi inte bekväma med styrningen av bolagen kvittar det hur billiga de är.

De senaste åren noterar Mattias Martinsson en klar förbättring i kontakten med många bolag.

- De börjar lära sig att straffet värderingsmässigt blir stort om de missköter sig, och att belöningen blir stor om de sköter sig gentemot investerare.

- Förr kunde man hamna i lägen att bolagen gjorde riktade nyemissioner till stor rabatt mot börskursen. Den lokala finansinspektionen börjar täppa till de luckorna.

Han tycker att analysen för att undvika misskötsel i bolagen lyckats väl.

- Vi har haft ett läkemedelsbolag där ordföranden arresterades för bedrägeri. Vi dumpade aktien samma morgon då den fallit 7 procent. Sedan föll den 80 procent.

För de närmaste fem åren räknar statsledningen med en BNP-tillväxt på 6,5-7 procent per år. Inflationen tycks vara under kontroll, numera väl under 5 procent vilket också tillåter hanterliga räntor.

Utländska direktinvesteringar ökar, inte minst inom elektronik med bolag som Samsung, LG, **Nokia**, **Microsoft** och **Intel**. Trots oljeprisfall och svagare efterfrågan från EU och Kina pekar temperaturmålet för industriproduktionen (PMI) mot expansion.

Mobiltelefoner och tillbehör har snabbt kommit upp som landets största exportvara, nästan en femtedel av exporten. Även textilindustrins export växer. Råvaror minskar som andel. Råolja står nu för mindre än 2 procent av exportvärdet.

Många får det bättre än tidigare i Vietnams turbulenta historia som lett fram till en enpartistat med begränsade friheter för medborgarna.

- För oss svenskar med demokratiska värderingar är det ett kontroversiellt sätt att styra en stat. Men det innebär också att utvecklingen i den fas som landet är i just nu kommer att gå oerhört fort.

Företag som vill etablera sig i Vietnam behöver exempelvis inte som i Bangladesh och Pakistan förhandla med en mängd privata motparter om mark.

- Beslutsvägarna är otroligt snabba vilket gör att utbyggnaden av infrastruktur går fort. För ett utländskt företag som överväger att göra investeringar är det också en fördel att veta att motparten kommer att vara densamma om 20 år. Det kommer inte nya partier som vill ändra förutsättningarna.

Baksidan för de placerare som kommit till sedan Vietnam började öppnas för utländskt kapital 2002-2003 är att börsbolagens ledningar inte tvingats bli lika slipade som i exempelvis Pakistan.

- Svårigheten är att hitta bolag som är tillräckligt bra.

Fredrik Lindberg
fredrik.lindberg@privataaffarer.se