

# TUNDRA FONDER

## Resedagbok Vietnam

Ho Chi Minh City

våren 2014



Andelar i värdepappersfonder kan både öka och minska i värde, det är därför inte säkert att man vid försäljning alltid får tillbaka investerade pengar. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Fondens värde kan variera kraftigt pga fondens sammansättning och de förvaltningsmetoder fondbolaget använder. Informationsbroschyren, årsredovisning, halvårsredogörelse, faktablad och övrig information finns på vår hemsida. Du kan också kontakta oss om du vill att vi ska skicka dessa handlingar kostnadsfritt till dig. Har du några frågor är du välkomna att ringa oss på telefonnummer 08-55 11 45 70.

## Resedagbok – Vietnam våren 2014

### Inledning

I dagens informationssamhälle kan mycket av vårt grundarbete göras från skrivbordet. När undertecknad började titta på tillväxt- och gränsmarknader för snart 18 år sedan var situationen helt annorlunda. Vårt grundarbete görs idag mycket lättare. Många års erfarenhet av unga aktiemarknader underlättar tolkningar och det pusselarbete som krävs för att slutligen kunna bestämma sig för att investera eller avstå en investering.

Sedan april 2014 har vi vårt kontor på plats i Karachi. Här sitter i nuläget två personer som vi räknar med är fyra vid årsskiftet. Våra analytiker vid kontoret i Pakistan skall insamla information om möjliga investeringar. Det ger oss möjlighet att träffa ännu fler bolag och det förkortar vår responstid från det att vi upptäcker en potentiell investering till vi är redo att ta ett investeringsbeslut. Pakistanska aktiemarknaden utgör idag närmare hälften av det investeringsbara universumet på Asiens gränsmarknader. Utöver att ha de största bolagen utanför dörren (Engro sitter förvisso en våning upp) får våra analytiker dock också väsentligt kortare restid till övriga asiatiska marknader. Även om undertecknad i princip lever på Karachitid (3 timmar före Stockholm sommartid) är det också en fördel med mindre tidskillnader i kommunikationen med bolag.

Den som i slutändan tar investeringsbesluten, förvaltaren, måste dock regelbundet besöka sina viktigaste marknader. Intrycken man får från resor är essentiellt, i alla fall för undertecknad. Bolagsmötet innebär ibland att en till synes klar bild kan förändras, såväl till det positiva som ibland till det negativa. Undertecknad som brukar besvara sin värd med diverse konstiga önskemål, som att ägna timmar åt att kolla prisnivåer mellan olika butiker, notera vad den gamla tanten köper för ris respektive vilken läsk den hippa ynglingen föredrar, kan förstås inte få dessa intryck från Stockholm. Personliga intryck har betydelse. Lagda till många års erfarenhet av att tolka dem – ovärderliga.

Denna gångens resedagbok har vi som ni förstår medvetet flyttat publiceringstidpunkten på. I maj 2014 lanserar vi Tundra Vietnam Fund. Lanseringen innebär ytterligare ett steg i vårt arbete att göra världens framtida tillväxtmarknader, de s.k. gränsmarknaderna, tillgängliga för fondsparare. Vi tar fram sparalternativ som vi själva vill spara i med målsättningen att tydligt leverera en högre nettoavkastning än passivt förvaltade fonder som är den vanligaste konkurrenten på dessa mindre marknader. Kontoret i Karachi är ett viktigt steg i vad vi tror är en nödvändig fördjupning av

Vårt analysarbete på dessa marknader och de investeringsalternativ som finns tillgängliga. När dessa marknader på sikt utvecklas till mer normala kapitalmarknader tror vi lokal närvaro kommer vara en viktig konkurrensfördel för förståelse och urval av rätt aktier. Med kontoret i Karachi har vi numera alla våra viktigaste asiatiska marknader inom rimligt reseavstånd. De verkliga framtida vinnarna på dessa marknader känner ingen av oss än så länge till. Det vore underligt att inte göra vad vi kan för att försöka upptäcka dem så tidigt som möjligt.

Trevlig läsning!

Mattias Martinsson  
Förvaltningschef, Tundra Fonder AB

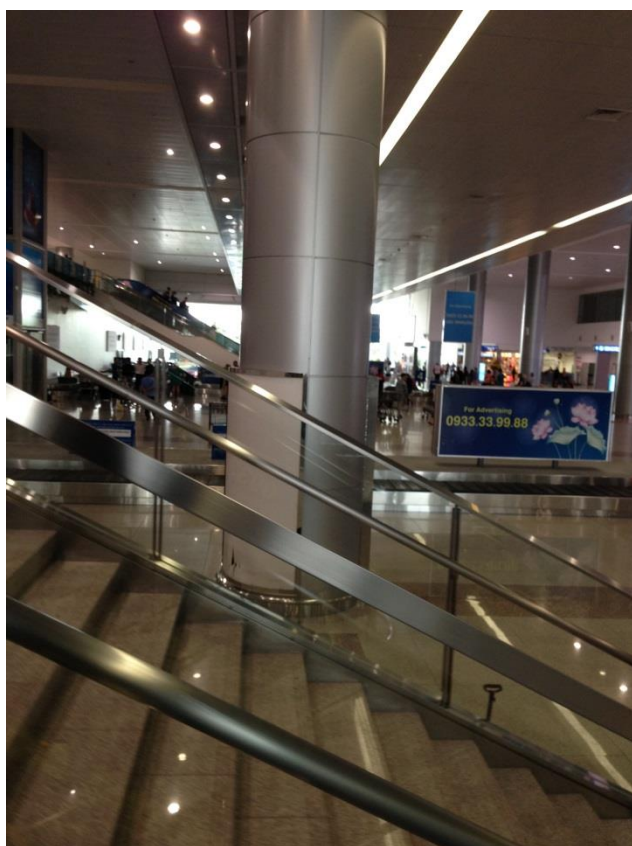
Время	Рейс	Авиакомпания	Направление	Выход	Статус
17:30	SU 1862	Aeroflot	Ереван	20	Отправлен
17:55	SU 2200	Aeroflot	Хельсинки	19	Посадка
18:35	AZ 549	Alitalia	Рим	32	Регистрация
19:10	KE 924	Korean Air	Сеул	22	Регистрация
19:35	SU 1818	Aeroflot	Киев	26	Регистрация
19:35	SU 2102	Aeroflot	Рига	20	Регистрация
19:40	SU 2132	Aeroflot	Стамбул	21	Регистрация
19:50	SU 2002	Aeroflot	Варшава	7	Регистрация
19:55	SU 261	Aeroflot	Париж	24	Регистрация
20:30	SU 2604	Aeroflot	Мадрид	23	Регистрация
20:35	SU 2496	Aeroflot	Копенгаген	6	Регистрация
20:40	SU 2512	Aeroflot	Барселона	7	Регистрация
20:45	SU 292	Aeroflot	Хо Ши Мин	30	Регистрация
20:50	SU 2534	Aeroflot	Осло	28	Задержан до 21:50
20:50	SU 2404	Aeroflot	Рим	32	Регистрация
20:55	SU 2316	Aeroflot	Берлин	18	Регистрация
20:55	SU 2304	Aeroflot	Франкфурт	31	Регистрация
21:00	SU 2584	Aeroflot	Лондон	26	Регистрация
21:00	SU 264	Aeroflot	Токио	25	Регистрация
21:10	SU 2436	Aeroflot	Дюссельдорф	24	Регистрация
21:30	SU 2468	Aeroflot	Будапешт	21	Регистрация
21:30	SU 2594	Aeroflot	Мюнхен	19	Регистрация
21:35	SU 2422	Aeroflot	Венеция	5	Регистрация
21:40	SU 2414	Aeroflot	Милан	7	Регистрация

## Resedagbok – Vietnam våren 2014

### Stockholm – Moskva – Ho Chi Minh City – Hong Kong

Tundra Fonder var inbjudna som talare och representant för utländska investerare vid Karachibörsens seminarium i Hong Kong den 28 januari 2014. Dessa tillfällen är oerhört viktiga för ökad förståelse för Pakistan och den långsiktiga utvecklingen av dess kapitalmarknader. Vi ställde upp på motsvarande presentation i New York i juni 2013 och tackade självklart ja även denna gång. 16 timmars flygresor för en tvådagarskonferens är dock inte optimalt. Vi passade således på att kombinera resan med ett par dagar i Vietnam.

Jag landade på morgonen Saigon-tid 9.30 (3.30 svensk tid) efter en tolvtimmarsflight med ett nostalgistopp på Sheremetjevflygplatsen. Noterade att Aeroflot verkligen spottat upp sig. Benutrymmet det bästa jag haft på länge. En tursam lucka mellan mig och grannen medgav någon timmes sömn men en viss eftertänksamhet angående mitt eget förslag att omedelbart ge mig på möten efter landning (varför gör jag alltid så?) smög sig in.



Internationella ankomsthallen på Ho Chi Minh City Airport



Förmiddagstrafik. Föredömligt få på vesporna i just denna bilden.

30 minuters bilresa genom ett förvånansvärt rent Saigon, snabb incheckning och en frukostmacka. Club-Sandwich är en bra internationell prisjämförelse för hotellen. 190 000 dong (=60 kr) är ett bra pris. Förvisso dyrare än Sheraton Karachi (35 kr) men ca hälften av vad man normalt får betala på internationella hotell runt om i världen.

<b>LOBBY LOUNGE CLUB SANDWICH</b> With roast turkey, crisp bacon, cheese, egg, tomato and lettuce served with French fries and coleslaw	190,000
<b>CHICKEN CURRY PUFF</b> Diced chicken curry in savory pastry	140,000
<b>BEEF OR CHICKEN SATAY</b> ½ dozen 1 dozen Served with peanut sauce, prawn crackers and pickled vegetables	140,000 270,000
<b>OPEN-FACED NEW YORK STEAK SANDWICH</b> Grilled and served open-faced on garlic-herb and sourdough bread topped with demi-glace and crispy fried onions.	250,000
<b>DESSERTS</b>	
<b>HALO HALO</b> A refreshing Filipino dessert with nata de coco, sweet red beans, jack fruit compote, agar agar, cream caramel, grated cantaloupe, purple yam ice-cream, mango ice-cream	180,000

## Resedagbok – Vietnam våren 2014

Min representant från det lokala mäklarhus jag denna gången anlitat mötte upp mig vid 11.30-tiden och vi gav oss iväg till första mötet. **Petrovietnam Fertilizers (DPM)**, Vietnams dominerande urea-producent (gödsel). Gödselproduktion är oftast statligt reglerad, så också i Vietnam. Gas är den enskilt viktigaste insatsvaran. I DPM's fall utgör den 65-70% av kostnaderna. Idag köper DPM sin gas för USD 5.6/mmbtu, drygt 40% av marknadspriset i Vietnam för icke-reglerad industri. DPM har ett kontrakt om tillförsel av gas av moderbolaget som går ut om tre år. För bolagets skull får man nog hoppas på att ett något så när lika attraktivt avtal kan slutas om vidare tillgång. Stor risk att villkoren för bolaget kan bli en hel del sämre framöver.



Investor relations teamet på DPM

Efter DPM gick resan vidare till **Dat Xanh Group (DXG)**, en fastighetsutvecklare. Särskilt intressant att lyssna på då de även driver den största fastighetsmäklaren i Vietnam. Således god marknadsinsikt. Fastighetssektorn har haft 6 mycket tuffa år. Överbyggnation och spekulation under 2006-2008 har följts av ett prisfall på 55% överlag. Det är en viktig anledning till banksektorns problem med kreditförluster och har lagt ett lock på

hela Vietnam de senaste åren. Färsk statistik visar att aktiviteten i transaktioner ökat kraftigt det senaste året. När vi sökte en förklaring till vad som har förändrats relativt de senaste åren landade förklaringen till slut i:

- Vid någon tidpunkt blir det tillräckligt billigt och det finns ett uppdämt köpintresse. Idag finns det 50 fastighetsbolag kvar. Under åren 2006-2008 skulle varje noterat bolag ge sig in i fastigheter och antalet fastighetsbolag översteg 500. En kraftig ökning i antalet transaktioner under det senaste året är ytterligare ett tecken på att den utdragna fastighetskrisen kan vara på väg mot sitt slut. En potentiell riktig haussare för marknaden. En möjlig extra morot är att det pågår en utredning kring ett lagförslag som innebär att utlåningar tillåts investera i fastigheter.



Även i centrala delar av HCM City finns halvfärdiga kontorsbyggnader och obebyggd mark. Ett tecken på att fastighetsmarknaden ännu inte återhämtat sig helt efter kraschen 2008.

Från DXG gick resan vidare till **Thanh Cong (TCM)**, Vietnams ledande textiltillverkare. Bolaget privatiserades 2006 och noterades 2007. Likt det vi sett i Pakistan flyttas nu produktion från Kina till Vietnam där lönerna är mellan en tredjedel till hälften. 30% av produktionen säljs inhemskt medan 70% exporteras. TCM har sett en kraftig ökning av produktionen och har idag 130% beläggning (30% ousourcas till mindre tillverkare). Ny fabrik färdigställs detta året som skall öka kapaciteten. Vietnam producerar ingen bomull. Denna importeras från framförallt USA (50%) och Pakistan (20%). Med vår insikt i pakistanska textilsektorn är det dock svårt att inte snegla på relativa värderingarna i Pakistan som ligger på 1/3. Inget som inte säger att inte båda länderna kan bli vinnare i takt med att Kina gradvis drar ned på låglönetillverkning.

## Resedagbok – Vietnam våren 2014



Två Masanprodukter: Såser (i förgrunden) och (nyintroducerad) öl

Från TCM åkte vi vidare till dagens sista möte **Masan Group (MSN)**. Ett av Vietnams största bolag som huvudsakligen är verksamt inom mat- och drycktillverkning men som även har två andra verksamheter som ingår i koncernen: Masan Mining, världens näst största tungstensgruva, och Techombank (30% ägande). De båda sistnämnda portföljbolagen är också anledningen till att aktien haft det tungt de senaste tre åren. Medan konsumentdivisionen gått starkt har oron för dolda kreditförluster i Techombank och uppstartsinvesteringar i Masan Mining inneburit att caset upplevts som mindre attraktivt. Masan gav ett gott intryck. Man fick den välbekanta känslan av venture capital-ägare, vana att sälja sitt bolag. Och det gör de bra. Masans starka marknadsandelar inom flertalet konsumentvaror (bl.a. nudlar) är obestridligt. Framgångarna för kaffetillverkaren Vinacafe är också ett bra betyg. Tillsammans med Vinamilk är det en av få mer likvida exponeringar mot vietnamesisk konsumtion. En renodling skulle nog dock gynna värderingen en del. Inga sådana intentioner har uttryckts.

Vår andra dags möte inleddes med mejeriproducenten **Vinamilk**, en klassisk framgångshistoria. Omkring 80% av bolagets omsättning utgörs fortsatt av mjölk men produkter med högre marginal, framförallt yoghurt, har växt i betydelse och utgör idag omkring 20% av försäljningen. En satsning sker även på juice och andra drycker. Inom paketerad mjölk har bolaget idag en marknadsandel på omkring 50% och är därmed mer än dubbelt så stor som närmaste konkurrent Dutch Lady. En vanlig konkurrent på gränsmarknader, Nestlé, har förvånande nog ännu ej etablerat sig på marknaden. I t ex Pakistan har Nestle närmare 40% av marknaden för paketerade mjölkprodukter.



Med Investor relations på Masan Group



Ett urval av Vinamilks produkter. Bl .a. vanlig mjölk, glass, barnmat, vatten och juicer.

## Resedagbok – Vietnam våren 2014



Möte med Vinamilks financhef

Vårt andra möte med **Petrovietnam Gas** var mindre spännande om än nyttigt. Bolaget har monopol på gasförsäljning och 70% marknadsandel inom flytande gas. Vietnam är självförsörjande inom olja och gas och givet att staten äger alla fyndigheter och därtill drygt 96% av Petrovietnam Gas är det rimligt att förvänta sig en tillväxt i linje med gasproduktionen. En viss uppsida kan skönjas utifrån rimligheten att gaspriset på sikt kommer att stiga. I nuläget säljs gas till kraftverk och gödselbruk mellan USD 5,20-6,60 per mmbtu, drygt hälften av det europeiska priset. Risken ter sig låg men värderingen (P/E 10) sticker inte ut relativt andra gränsmarknader där statligt kontrollerade gasdistributörer brukar vara billiga.

Därefter var det dags för **Petrovietnam drilling (PVD)** som hyr ut utrustning för borrning av olja- och gashål. Det är även här en inte helt konkurrensutsatt marknad där bolaget åtnjuter fördelar av att statliga bolag kontrollerar alla viktiga olja- och gaskällor. PVD är dock ett välskött bolag med en god historik av såväl hög tillväxt som stabil lönsamhet. Vi konstaterade att det var lite enklare att få svar på våra frågor och att det fanns en öppenhet kring att diskutera framtiden. Möjligtvis beror detta delvis på att verksamheten är relativt överskådlig med god förmåga att planera. Tillväxten handlar om antal och typ av rigggar. Kontrakten är långa. Vi lämnade mötet något positivt överraskade.



Investor relations på PVD

Mötena hade tagit mig runt om HCM City och gett mig möjlighet att se såväl de äldre delarna av staden som de helt nybyggda. Med en helg emellan min fortsatta resa till Hong Kong passade jag på att göra vad jag ofta gör om jag får tid över – promenera runt, samla intryck, kolla priser i affärerna, få en känsla för aktuella skillnader i konsumtionsbeteende mellan Vietnam och andra länder jag besökt.

## Resedagbok – Vietnam våren 2014



En stad av kontraster. I ett gathörn en nybyggd shoppinggalleria, ett antal gånger större än NK...



..och i nästa gathörn den "gamla shoppinggallerian". I detta fallet klassiska Ben Thanh-marknaden

### Avslutande ord

De senaste två åren har jag i mina resor huvudsakligen rört mig i områden där en viss försiktighet är att rekommendera. Att kunna gå rakt ut från hotellet, utan att passera säkerhetskontroller eller snegla över axeln, känns närmast lite märkligt. Att Vietnam upplevs som ett relativt säkert land och kan leverera en god levnadskvalitet även för bortskämda utlänningar skall inte underskattas. Här har landet en enorm fördel mot andra befolkningsrika gränsmarknader. På samma sätt är landets geografiska belägenhet en fördel när den asiatiska elektroniktillverkningen nu söker nästa lågkostnadsalternativ. Andra fördelar som full tillgång till energi och elektricitet samt etableringssubventioner från en stat som när det behövs av naturliga skäl har relativt korta beslutsvägar väger också in. Vi har sett början på en våg av utländska direktinvesteringar som nog kan pågå ett antal år. De hårda åren i spåren av fastighetskrisen 2008 och kraschen för aktiemarknaden efter entusiasmen åren dessförinnan ser vi också positivt på. En marknad som aldrig genomlidit en ordentlig kris är farlig. Upprensningen i banksektorn kommer, om den verkligen genomförs, göra ont på kort sikt men därefter öppna upp ytterligare för den privata sektorn att växa. Kraftigt ökad export de kommande åren kommer inverka positivt på tillväxten men också ge stabilitet till valutan.

Utmaningarna med en Vietnamfond är bolagskvaliteten på en ung aktiemarknad. Aktieägarkultur tar tid att rota sig. En ung aktiemarknad innebär mer föränderliga förutsättningar, inte alltid till gagn för minoritetsägarna. På samma sätt är det på tiden att landet öppnar upp för ökat utländskt ägande från nuvarande maximala 49%. Det kan ske så tidigt som i år men också dröja. Det är ett känsligt politiskt beslut.

Medan Pakistan handlar om ett isolerat och övergivet land som sakta är på väg mot en något mer normal situation så är Vietnam betydligt mer lättförståeligt, med ett tillväxtcase vi väl känner igen från tidigare framgångsrika asiatiska länder såsom Japan, Sydkorea och Kina. Det återstår att se om landet klarar av att gå i sina grannländers fotspår. Viljan och ambitionerna finns.