

Orient Express

Vuoden 2024 ensimmäisen kvartaalin aikana Fourtonissa on pitänyt kiirettä, kun vuodesta 2007 lähtien yhtiön hallinnassa ollut Hannibal rahasto sai uuden kodin Evliltä ja näin ollen Fourtonin rahastofokus siirtyi yhä enemmän Aasian suuntaan. Maaliskuun lopussa Aasian-rahastojen varat ylittivät myös ensimmäistä kertaa 100 miljoonan euron rajan ja Indonesiaan sijoittavasta Komodo rahastosta tuli ainakin toistaiseksi yhtiön suurin rahasto lähes 50 miljoonan euron varoilla.

Salkunhoidon ja osakeanalyysin saralla teimme myös kaksi matkaa Aasiaan, joista on erilliset osiot jäljempänä katsauksessa. Tässä katsauksessa käsittelemme myös paljon pinnalla ollutta USA:n ja Kiinan välistä valtatasapainoa ja sen merkitystä sijoitusympäristöön. Lopuksi käsittelemme myös kullan hinnan viimeaikaista nousua.

Q&A

Meiltä on asiakastapaamisissa kysytty useampaan otteeseen näkemyksemme Kiinasta. Puramme Kiina-aspektia hiukan väljästi alla ottaen huomioon aikaisemmat vastaavat tapahtumat maailmalla.

Onko Kiina muuttunut sijoituskelvottomaksi?

Olemme viime aikoina joutuneet pohtimaan tätä paljon. Fakta on, että varsinkin länsimaisen uutisvirran varassa olevat ovat vahvasti kääntymässä siihen suuntaan, että on. Vastakkainasettelu on todella rajua. Samaan aikaa kuitenkin saamme myös viestiä, että Kiinassa ollaan tekemässä paljon oikean suuntaisia asioita ja markkinaa tukevia liikkuja. Teknologia on ehkäpä maailman kehittyneintä monella saralla. Kiinan vaikutus maailman kaupassa on kiistämätön ja ilman Kiinaa, ei maailma rullaa samalla tavalla eteenpäin. Kerrannaisvaikutukset sen suhteen, että Kiina sulkeutuu (tai suljetaan) länsimaailmalta, olisivat merkittävät koko maailman suhteen. Ehkäpä niin merkittävät, että se toimii osittain myös suojana. Mutta jonkinlainen ”new world order” peli elää nyt vahvana.

Foutonin rahastoissa Kiina painoa tulee sekä Silkkitein että ESG Dynasty rahastojen omistuksista. Viime vuonna Kiina omistukset vaikuttivat rahastojen NAV kehityksiin negatiivisesti. Ilman Kiinaa rahastojen tuotot olisivat olleet 5-10 % korkeammat. Kuitenkin samaan aikaan arvostustasot ovat historiallisen alhaisia ja houkuttelevia. Emme ole siis jättäneet Kiinaa, koska se on kuitenkin maailman toiseksi suurin talous USA:n jälkeen. Vuoden 2024 ensimmäisen kvartaalin aikana Kiinalaiset yhtiöt ovat taas olleet Silkkitein ja Dynasty rahastojen parhaimmista. Niille, joille Kiina on ehdoton ”no go”, meillä on tarjota puhdas Indonesia rahasto Komodo, joka toisaalta hyötyy myös siitä, mikäli Kiina investoinnit jatkavat laskuaan.

Historia toistaa itseään: 1980 luvun anti-Japani sentimentti

1980-luvulla USA:ssa vallitsi poliittisvetoinen anti-Japani sentimentti, kun amerikkalaiset tuotteet eivät pärjänneet japanilaisille tuotteille (auto, elektroniikka, puolijohteet ym). Tämä kulminoitui Plaza Accordiin, jonka yhtenä seurauksena dollarin arvoa päätettiin yhteistoimin heikentää, kun taas Japanin jenin arvoa nostettiin, jotta amerikkalaisten tuotteiden

Fourton Rahastoyhtiö

KÄYNTISOITE / POSTISOITE
Itälahdenkatu 15-17, 2. krs
00210 Helsinki

PUHELIN 09 4393 780

Fourton Fondbolag

BESÖKSADRESS / POSTADDRESS
Österviksgatan 15-17, 2. vän.
00210 Helsingfors

TELEFON +358 9 4393 780

Fourton Fund Management Company

Y-TUNNUS / FO-NUMMER / BUSINESS ID
3141731-9
KOTIPAikka / HEMORT / DOMICILE
Helsinki / Helsingfors

www.fourton.fi

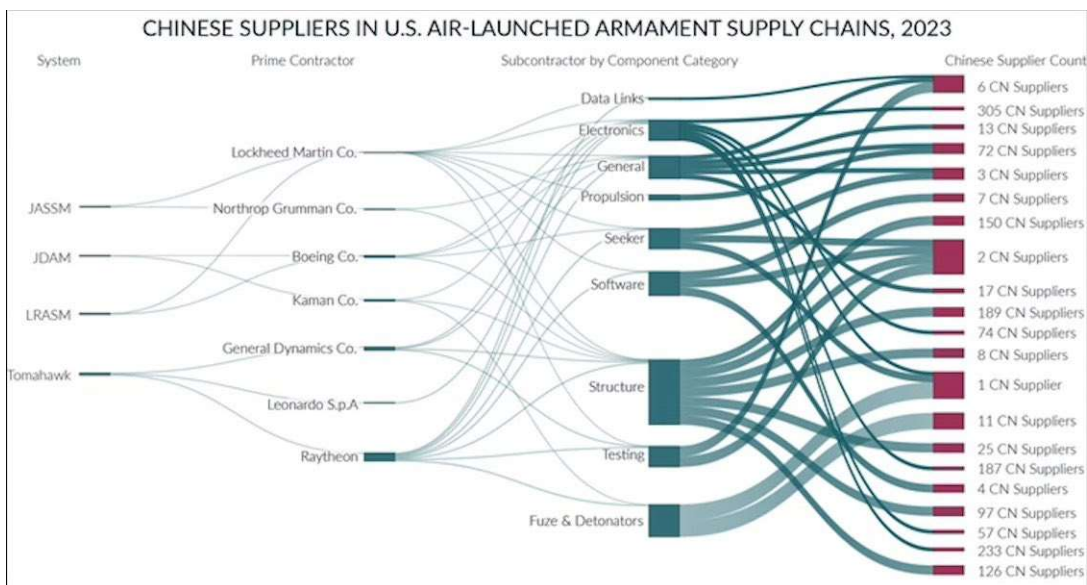
kilpailukyky paranisi. Yrityskentällä Japanilainen Toshiba oli tuolloin globaalisti teknologiakehityksen kärjessä usealla eri osa-alueella, mutta USA käytännössä tuhosi yhtiön teknologisen ylivoiman sanktio, -ja ulkopolitiikallaan.

Vastaavasti nyt USA:ssa on valloillaan poliittisvetoinen anti-Kiina sentimentti, kun kiinalaiset tuotteet ovat alkaneet lähivuosina syödä hyvin paljon tilaa länsimaisilta huipputeollisuuden ja teknologiatuotteilta alhaisemman jalostusasteen tuotteiden lisäksi. Nykyään yllä mainitusta Toshiba-tapahtumasta tulee mieleen Huawei, joka on toisin kuin Toshiba, selviytynyt USA:n sanktioista ja tekee lujaa vauhtia uutta tuloaan. Toisena esimerkkinä on kiinalaisen Bytedance yhtiön huippusuositettu some-sovellus TikTok, jonka tulevaisuus ainakin USA:ssa on vielä epävarma.

1980-luvulla maailma oli huomattavasti pienempi paikka, kun kommunistiset Neuvostoliitto ja Kiina olivat suljettuina, ja USA pystyi helposti dominoimaan vaikutuspiiriään. Nykyään USA:n vaikutuspyrkimykset ovat kaventuneet, kun maailma on avoimempi, eikä USA:n sotilastukikohtia ole Kiinassa toisin kuin niitä on ollut esimerkiksi Japanissa ja Saksassa toisesta maailmansodasta saakka. Medioiden suhteen USA:n vaikutusvalta näyttää olevan taas vahvimmillaan, mitä se on ikinä ollut.

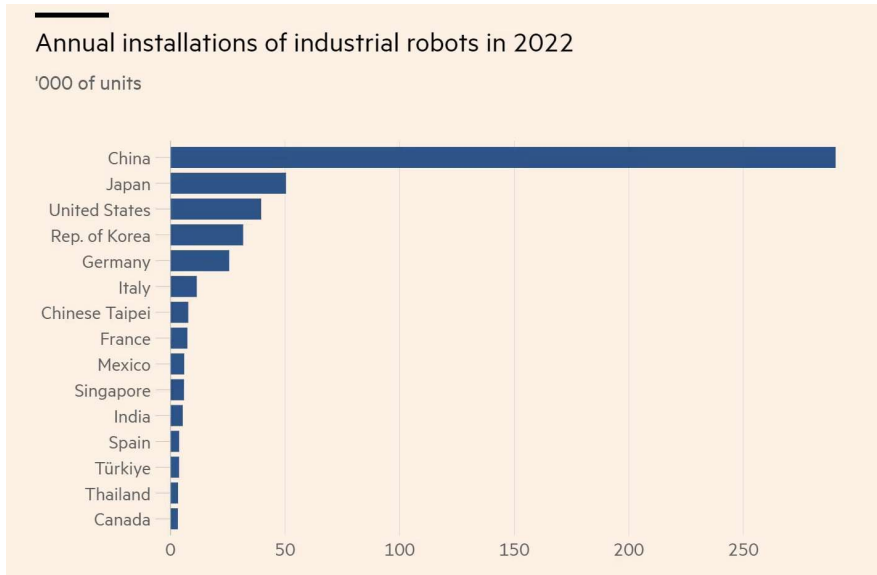
...mutta USA on selkeä johtaja asevoimiensa suhteen?

Se on totta, että USA käyttää globaalisti selkeästi eniten eniten rahaa puolustusmenoihinsa: Vuonna 2022 USA: puolustusmenot olivat 3,5 % BKT:sta ja vastaavasti Kiinan 1,6 % BKT:sta. Iso osa USA:n aseista ostetaan yksityisiltä listatuilta yhtiöiltä, joiden päätehtävä on luoda osakkeenomistajille yhä enemmän voittoa (esim Boeing). Toisin sanoen risteilyohjukset, hävittäjät, tankit ym ovat hyvin kalliita. Kiinassa taas vastaavat hankinnat tehdään valtionyhtiöiltä, joiden päätehtävä ei ole tehdä voittoa. Amerikkalainen David P Goldman toi mielenkiintoisesti esille Asia Times artikkelissaan 25.3.2024: *“America has no Ukraine plan-B other except more war”* seikan, että Kiina pystyy valmistamaan saman verran risteilyohjuksia viikossa, kuin USA:lla on näitä yhteensä (n. 4000) varastoissaan. Ja Kiinassa kyseiset tuotteet tehdään lähes täysin automaattisissa 5G teknologiaa käyttävissä tehtaissa, kun USA:ssa ne tehdään käsityönä.

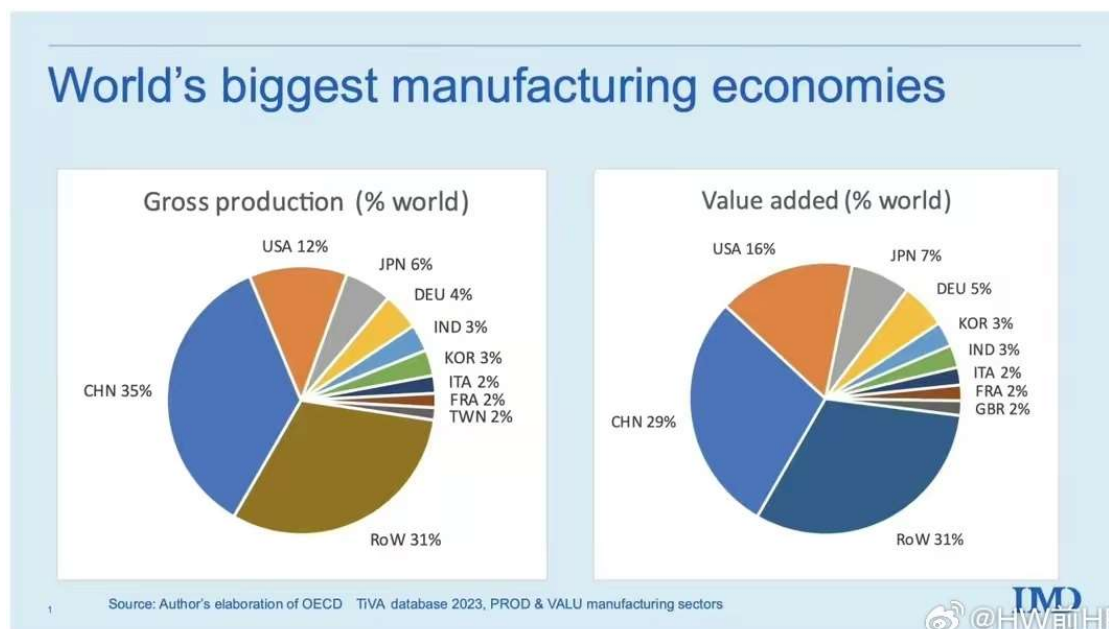


Yllä: Usean USA:n asejärjestelmien logistiikkaketju on hyvin riippuvainen Kiinasta. Tämän takia uskoisimme, että sota Kiinan ja USA:n välillä tulee pysymään kaupallisissa asioissa. Lähde: X (ex-Twitter)

Vastaavanlaista pitkälle vietyä tehdasautomaatiikkaa käyttää myös maailman suurin sähköautojen valmistaja BYD, jota on Dynasty rahaston salkussa. BYD:n johtoasema sähköautoissa on tullut hyvin pitkälti tuotekehityspanostusten (R&D) kautta. Vuonna 2023 R&D panostukset myynnistä olivat 6,67 % eli selkeää kasvua vuoden 2022 4,77 % R&D menoista. Yllä mainitun Huaweiin R&D kulut olivat 23,4 % liikevaihdosta vuonna 2023.



Yllä: Investoinnit teollisuusrobotteihin on ollut vahvassa kasvussa viime vuosien aikana Kiinassa, joka näkyy nyt esimerkiksi parantuneissa tuottavuusluvussa. Kuvan lähde: FT



Yllä: Eri maiden osuus maailman teollisuustuotannosta. Koska USA:n tuotantokoneisto on huomattavasti kalliimpi kuin Kiinan /Aasian, olisi dollarin arvon heikentäminen muihin valuuttoihin verrattuna suotavaa, jotta nykyinen asema voitaisiin säilyttää. Tämän lisäksi yrityssektorin USA:ssa pitäisi vähentää omien osakkeiden ostamista ja allokoida nämä varat tuotekehitykseen, jotta pysyttäisiin mukana teknologisessa kilpailussa aasialaisia yhtiöitä vastaan.

Tähän kaikkeen kiinteästi liittyvä kysymys kuuluukin: hinnoitteleeko etenkin dollari ja Yhdysvaltojen pääomamarkkinat sitä skenaariota, että USA:lla ei enää ole selkeä maailman johtava asema teknologisesti, tuotannollisesti ja/tai puolustuksellisesti?

Vastaavasti näyttää enenevästi siltä, että Kiinalla on homma ihan hyvin hallussa. Sitäkään tilannetta ei ainakaan Kiinan osakemarkkina hinnoittele oikein.

Onko Globalisaation aika ohi?

Suuremmassa määrin varmaankin näin on ja jonkinlainen murros on menossa. Etenkin länsimaiden osalta lähivuosina tuotantoa on alettu tuoda takaisin lähemmäs kotimaita, mutta, kun katsoo ns. ”global-south” maita, on globalisaatio vielä vahvasti kasvamassa, kun Kiinan OBOR (one belt, one road) projekti laajenee ja kasvaa. Monet entiset siirtomaavallan aikana loppuun kalutut valtiot ovat nousemassa. Jalostamattomien raaka-aineiden vientikielto on tullut voimaan jo monessa maassa ja lisääntyy. Investoinnit on tehtävä paikanpäälle ja tuo vaurauden kehitys säteilee koko yhteiskuntaan. Aasia on ollut puheissa jo pitkään ja nyt näyttää siltä, että Aasian kehitys ja kasvu alkavat olla todellisuutta. Sitä tukee tällä hetkellä niin moni asia mm. demografia, kasvuluvut, vähävelkaisuus ja omien raaka-aine varantojen hyödyntäminen.

(Matti Ollikainen & Juuso Mykkänen)

Miehemme maailmalla

Matkaterveiset Indonesiasta (Juuso)

Olin maaliskuun alussa Jakartassa tapaamassa yrityksiä ja osallistumassa maan suurimpaan vuotuisen sijoittajatapahtumaan. Makrotalouspäivän ensimmäisenä puhujana oli helmikuussa valittu Indonesian seuraava Presidentti Prabowo Subianto, jonka puhe oli vaikuttava muutenkin kuin hänen "Alexander Stubb"-tasoa olevan englannin kielen ansiosta. Prabowo lupaili jatkavansa Jokowiin uudistusmielistä talouspoliittista linjaansa, pitävänsä valtion menot entisissä raameissa (budjettivaje alle 3 % BKT:sta), laajentavansa maan verokantaa ja keskittyvänsä maan kehittämiseen ruohonjuuritasolta lähtien. Hän sanoi myös tulevansa suosimaan yksityistä sektoria isoissa julkisissa projekteissa, kuten esimerkiksi IKN-projektissa (uusi hallinnollinen pääkaupunki). Presidenttikautensa loppupuolella 2027-29 hänen visionsa oli, että maan talouskasvu nousisi nykyiseltä 5 % tasolta 7-8 % tasolle.



Muutaman kymmenen yhtiötapaamisen jälkeen vahvimpana huomiona oli se, että yritysjohtajista hehkui positiivinen luottamus tulevaisuuteen nähden, eikä suurempia, ainakaan maan sisäisiä riskejä tullut juurikaan esille. Prabowo-Gibran kaksikon valinta jo ensimmäisellä äänestyskierroksella nähtiin myös hyvin positiivisena asiana, kun valo on nyt vihreänä investoinneille vaaliepävarmuuden hälventyessä. Kokonaisuudessaan oma näkemykseni vahvistui sen osalta, että yritysten ja maan kasvu hiljalleen vahvistuu seuraavien kvartaalien aikana, ja uuden Presidentin/hallituksen aloittaessa kautensa loppuvuoden aikana, kasvu tulee kiihtymään. (Juuso Mykkänen)

Vieressä: Indonesian seuraava presidentti Prabowo Subianto kaudelle 2024-2029.

Kuva: Fourton

Matkaterveiset Hong Kongista (Juho)

Kävin maaliskuun puolivälissä konferenssissa Hong Kongissa tapaamassa yrityksiä, analyytikoita ja muita asiantuntijoita. Alle on koostettu tapaamisten anti ja ajankohtaiset teemat maittain.

Korea

Koreassa on menossa uudistus, jolla tähdätään pörssin arvostustason nousuun ja parempiin osakkeenomistajan tuottoihin. Uudistuksen taustalla on vuosikymmenen ajan heikosti tuottanut pörssi, tehottomuudet pääoman allokoinnissa, paikallisten omat ja eläkesijoitukset ja suuri aliarvostus muihin pörssiin verrattuna. Uudistuksen ensimmäisessä vaiheessa Korean pörssi KRX ja maan finanssiviranomainen ovat kehottaneet listattuja yrityksiä mm. laatimaan ja julkaisemaan voitonjakoon liittyvän ohjeistuksen ('shareholder return policy'). Osakkeenomistajan tuottoa on parannettu myös mitätöimällä omia osakkeita. Tämän vuoden ensimmäisen kvartaalin aikana osakkeita on mitätöity huomattavasti enemmän kuin viime vuonna yhteensä. Uudistuksille odotetaan jatkoa myös veromuutosten myötä. Progressiivinen osinko- ja perintövero ovat kapuloita talouden rattaissa. Verouudistuksen ajankohta on epäselvä, sillä Koreassa on vaalit 10.4.2024. Tuloksesta riippuen muutokset voivat tapahtua jopa seuraavan 12 kk aikajänteellä tai vasta myöhemmin.

Näkemykseni mukaan tuotto-riski-suhde on Koreassa houkutteleva. Uudistusten jatkuessa pörssissä on helppo nähdä 50 % nousuvara seuraavan kahden tai kolmen vuoden horisontilla. Esimerkiksi pankit on arvostettu P/E 4-5 kertoimella. Nousuvaraa pitäisi olla. Jos uudistus ei etene niin laskuvaraa on ehkä 10 %. Sen verran markkinat ovat nousseet ja ennakointeet ohjelman etenemistä.

Intia

Intian vahvalle talous- ja pörssikehitykselle odotetaan jatkoa. Kotimaiset sijoittajat ovat iso ostaja ja he ostavat kuukausittain kotimaisia osakkeita omien säästöohjelmien mukaisesti. Intian arvostustaso puhuttaa ja siitä syystä ulkomaiset ovat osittain sivussa tai eivät ylipainota Intiaa. Vaikuttaa siltä, että ulkomaiset sijoittajat odottavat edes pientä laskua markkinoilla, jotta he voisivat ostaa. Tämä tarkoittaa, että markkinoilla on uusia ostajia ja kurssilaskut ovat todennäköisesti lyhyitä. Intialaisista yhtiöistä tapasin Silkkitien salkussa olevan Embassy REITin. Tämä kiinteistöinvestorin omistaa pääasiassa toimistokiinteistöjä. Valtaosa kohteista on Bangalossa, joka on suosittu kaupunki suuryritysten keskuudessa. Kaupungista puhutaan myös Intian Piilaaksona. Sijoituskohteena Embassy on vähäriskinen. Nykyinen yield on n. 6 % ja sen päälle on useita kasvudraivereita. Keskenkäiset kohteet valmistuvat parin vuoden horisontilla, vuokria voidaan korottaa maltillisesti inflaation ja markkinatilanteen mukaan ja lisäksi vuokrausastetta voidaan parantaa osassa kiinteistöjä. Tämä on houkutteleva kombinaatio.

Kiina

Kiina jakoi mielipiteitä konferenssissa. Kriittisissä puheenvuoroissa Kiina nähtiin jopa frontier-markkinana. Positiivisemmän näkemyksen mukaan Kiinaan kannattaa sijoittaa yrityksiin ja aloille, joiden tavoitteet ovat linjassa puolueen kanssa. Tällaisia aloja ovat ainakin teollisuusautomaatio, puolustus, puolijohteet ja terveydenhuolto. Kysyin tapahtumassa muilta salkunhoitajilta heidän Kiina-painoansa. EM-alueelle sijoittavilla se oli usein 20 % luokkaa.

Kiinalaisista yhtiöistä tapasin mm. erään tuoreen listautujan, Adicon Holdingsin. Yhtiö on laboratorioketju, jolle sairaala voi ulkoistaa näytteiden testaamisen. Itsenäinen ketju palvelee useita sairaaloita ja saa laboratorion käyttöasteen korkeammaksi kuin sairaala. Siksi se voi tuottaa testit sairaalaa halvemmalla. Sen valikoimassa on myös paljon harvinaisia testeitä, joihin varsinkaan pienemmällä sairaaloilla ei ole laitteistoa. Ulkoistamistrendi on alussa. Vasta noin 6 % testeistä tehdään sairaalan ulkopuolella. Ulkoistusaste voi hyvin nousta 20 % pitkällä aikavälillä. Se tarkoittaa markkinoiden kolumbertaistumista. Emme ole sijoittaneet yhtiöön ainakaan vielä. Kilpailun kiristyminen lienee suurin riski, vaikka skaaletut tuovat hieman turvaa.

Taiwan

Taiwanin markkina on ollut vahva. Suuri syy on maan puolijohdeteollisuus, johon lukeutuu myös Aasian suurin yhtiö TSMC. Puolijohteet ovat syklinen toimiala, ja syklin pohja koettiin vuosi sitten. Sen jälkeen alalla on nähty laaja-alaista nousua. Syklin kesto on tyypillisesti 3-4 vuotta. Lyhyen n. 12 kk näkymä on edelleen erittäin hyvä. Sen lisäksi ala on houkutteleva myös pitkällä tähtäimellä. Alan kasvun ennustetaan olevan n. 6-8 % ainakin 2030 vuoteen asti. Normaalin syklin toipumisen lisäksi AI on vaikuttanut ylimääräisenä draiverina joihinkin yhtiöihin. TSMC:n näkökulmasta tulevaisuus näyttää hyvin valoisalta. Amerikkalainen Intel oli pitkään TSMC:n kilpailija, sillä molemmilla yhtiöillä oli kapasiteettia ja osaamista tehdä maailman kehittyneempiä siruja. Viime syksynä Intelistä tuli kuitenkin TSMC:n asiakas, kun se ei onnistunut enää kehittämään tuotantoprosessiaan ja valmistamaan uuden sukupolven siruja, joiden transistorien

kokoluokka on muutaman nanometrin luokkaa. Tämä tarkoittaa, että TSMC pystyy edelleen kasvattamaan markkinaosuuttaan. TSMC on ESG Dynastyn salkussa.

Taiwanilaisista yhtiötapaamisista parhaiten jäi mieleen Bora Pharmaceuticals. Yhtiöllä on portfolio omia rinnakkaislääkkeitä ja sopimusvalmistusta muille lääkeyhtiöille. Sopimusvalmistus on yhtiön mielenkiintoisempi osa. Alalla on kaksi trendiä. Lääkekehittäjät haluavat keskittyä entistä enemmän kehittämiseen ja markkinointiin, jolloin he ulkoistavat valmistuksen kumppanille. Valmistamiseen keskittynyt kumppani saa usein tehtaille korkean käyttöasteen ja sitä kautta hyvän kannattavuuden. Toinen trendi on tuotannon keskittäminen lähelle asiakkaita ja kotimaata. Näkemyksemme mukaan lääkkeet ovat yksi toimiala, jonka tuotantoa halutaan lännessä siirtää kotimaihin. Bora on hankkinut viimeisen neljän vuoden aikana kaksi tuotantolaitosta Pohjois-Amerikasta, joilla se palvelee paikallisia asiakkaita. Toinen hankinta tehtiin tämän vuoden alussa. Uusimman tuotantolaitoksen käyttöasteen kasvattaminen on merkittävin tekijä seuraavan parin vuoden tuloskasvun kannalta. Yhtiö on kasvanut osittain yritysostoilla. Se on aina riski, varsinkin kun kokoluokka kasvaa. Bora on kuitenkin onnistunut erinomaisesti integroimaan kohteet osaksi itseään. Lyhyen tähtäimen synergiahyötyjä ei ole tavoiteltu vaan Boran strategia on ollut säilyttää koko kohteen henkilöstö. Bora on tehnyt ostokohteista kasvuyrityksiä investoimalla lisää ja keskittymällä palvelemaan uusia asiakastarpeita.

Kokonaisuudessaan matkan jälkeen olo on optimistinen ja odottava. On jännittävää seurata miten yhtiöt ja suuret teemat kehittyvät tulevaisuudessa. (Juho Tilli)

Kullan paluu?

Kullan hinta on noussut uuteen ennätykseen, 2,340 USD unssilta tai 69 € grammalta. Tähän on useampia syitä, joita lueteltu alla:

- Petrodollarijärjestelmä on saattohoitotilassa, kun öljykauppaa käydään nykyään kasvavasti paikallisilla valuutoilla. Esimerkiksi Kiina maksaa öljyn jo omalla valuutallaan CNY:llä tietyille Arabimaille. Näillä CNY varannoilla ostetaan kiinalaisia tuotteita ja palveluita, ja loppurahat säilötään kultaan. Kokonaisuudessaan vaikuttaa siltä, että öljy (ja muu raaka-ainekauppa) on siirtymässä takaisin kultaan.
- Länsimaiden talouspakotteet Venäjää kohtaan ovat ”pakottaneet” Venäjän lähes kokonaan käyttämään paikallisia valuuttoja ulkomaankaupassaan. Nämä ylijäämävarat se on sijoittanut kasvavasti kultaan ja CNY:n.
- Monet idän keskuspankit (kuin myös kotitaloudet) ovat kasvavasti lisänneet kultavarantojaan, kun USD-pääomaluokat ovat 1. tulleet riskeiksi sanktiovaaran takia, 2. USA:n Treasurit eivät enää ole omaisuuden suojana turvallinen säilöntäväline ottaen huomioon USA:n velkakuplan, pääomaluokkakuplan ja budjettivajeen.
- Sotaisalla geopoliittisella tilanteella kullan hinnan nousuun on mielestämme vain marginaalinen vaikutus, vaan kyse on enemmänkin rakenteellisesta muutoksesta maailman finanssijärjestelmässä.



Yllä: Kullan hinta euroissa per gramma 5 vuoden aikana. Lähde: BullionPost

Aasiassa etenkin intialaiset kotitaloudet ovat hyötynneet tästä suunnattomasti, kun heidän varallisuudestaan on 15 % ollut historiallisesti kullassa (korut, harkot ym.). Keskuspankit Aasiassa, kuin myös kuluttajat ovat jatkaneet kullan ostamista. Vastaavasti länsimaiden fyysistä kultaa säilövät ETF:t ja muut vastaavat tahot ovat kullan hinnan noustessa myyneet kultavarantojaan – kultaa siirtynyt itään.

On mielenkiintoista seurata saako kullan hinnan nousu kultakuumeen nousemaan länsimaisten sijoittajien keskuudessa, etenkin kun ottaa huomioon perussijoittajajampan 0 % - 0,5 % kultapainon sijoitussalkuissaan.

(Juuso Mykkänen)

Loppusanat

Lopuksi haluamme kiittää lukijoitamme kiinnostuksesta markkinakatsaustamme kohtaan ja toivottaa kaikille aurinkoista kevättä!

Helsingissä, 10.4.2024

Fourton Oy

Juuso Mykkänen, Juho Tilli ja Matti Ollikainen