

# VietNam Holding

Das umstrukturierte Unternehmen bietet neue Möglichkeiten

Einleitende Coverage

Investmentunternehmen  
Vietnamesischer Aktienmarkt

9 October 2019

**Kurs** 191,0 p  
**Marktkapitalisierung** 97,5 Mio. £  
**AUM** 119,8 Mio. £

NAV\* 235,9 p

Abschlag gegenüber NAV 19,0 %

\*Zum 8. Oktober 2019

Ertrag 0,0 %

Ausgegebene Stammaktien 51,0 Mio.

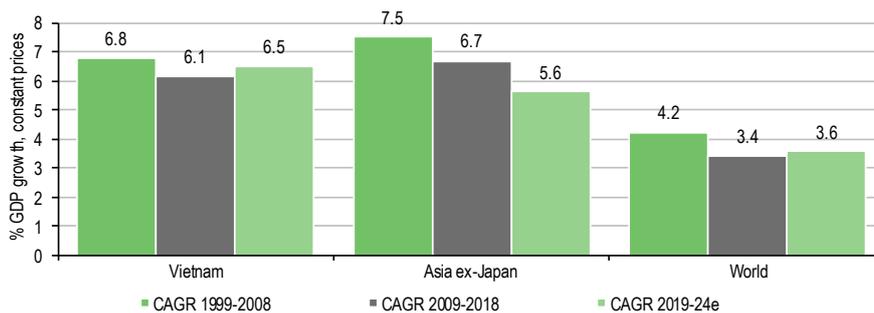
Code VNH

Primäre Börse LSE

AIC-Sektor Länderspezialisten: Asien-Pazifik-

VietNam Holding (VNH) setzt sich zum Ziel, einen langfristigen Kapitalzuwachs zu erzielen, was primär durch Investitionen in börsennotierten Unternehmen in Vietnam erfolgt. Der Fonds kann darüber hinaus in nicht börsennotierte Unternehmen investieren, wobei es sich in der Praxis um Unternehmen handelt, die über zeitnahe und ersichtliche Pläne verfügen, börsennotierte Unternehmen zu werden. Der Fonds war seit September 2017 erheblichen Änderungen ausgesetzt, wozu auch die Bestellung eines neuen Vorstands und Managers in Form von Dynam Capital Limited zählen. Diese Änderungen wurden implementiert, um die Governance-Probleme, die mit dem vorherigen Vorstand und Manager im Zusammenhang stehen, zu bewältigen, da diese zum übermäßigen Abschlag gegenüber dem NAV von VNH beigetragen haben. Vietnams mittel- bis langfristige Konjunkturaussichten zählen zu den positivsten im gesamten Asien-Pazifik-Raum, weshalb das umstrukturierte VNH für Investoren, die an dem rapiden Wachstum des Landes teilhaben möchten, von Interesse sein könnte.

## Vietnam besitzt eine der weltweit am schnellsten wachsenden Wirtschaften



Quelle: IWF, Edison Investment Research

## Die Marktchance

Vietnam besitzt eine der weltweit am schnellsten wachsenden Wirtschaften Sein BIP stieg 2018 um 7,1 % und der Internationale Währungsfonds (IWF) erwartet, dass das BIP zwischen 2019 und 2024 um 6,5 % ansteigen wird. Positive, langfristige Entwicklungen, einschließlich einer äußerst günstigen demografischen Struktur und die Fähigkeit, Direktinvestitionen aus dem Ausland gewinnen zu können, helfen dabei, die mehrjährigen Wachstumsperspektiven der Erträge seiner Unternehmen zu untermauern.

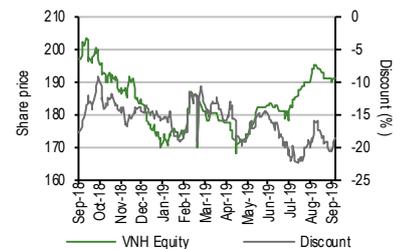
## Warum ist eine Investition in VietNam Holding lohnenswert?

- Ein disziplinierter, fundamentaler Investitionsansatz mit Schwerpunkt auf Umwelt-, Sozial- und Governance-(ESG)-Bewusstsein.
- Relativ konzentriertes Portfolio mit 20 bis 25 vielversprechenden Aktien.
- Die Größe ermöglicht VNH eine Investition in Small und Mid Caps, die weniger bekannt sind und deren Führungskräfte neuen Engagements gegenüber offener sind.
- Der neue Vorstand ist bestrebt, die Interessen der Anteilseigner zu fördern.

## Spielraum für einen geringeren Abschlag

VNH wird zu einem Abschlag von 19,0 % ggü. seinem NAV gehandelt – dies bezeichnet den größten Abschlag unter den Peerunternehmen mit Fokus auf Vietnam. Der neue Vorstand hat in den vergangenen zwei Jahren einige Änderungen vorgenommen, die auf die Umstrukturierung des Fonds abzielen und ihn noch attraktiver gestalten sollen. In Verbindung mit frühen Anzeichen für die Verbesserung der Anlageperformance besteht Spielraum für einen geringeren Abschlag.

## Aktienkurs-/Abschlagsentwicklung



## 5-Jahre-Performance ggü. Index



52-Wochen-Hoch/-Tief 204,0 p 168,0 p

NAV\*\* Hoch/Tief 241,7 p 202,8 p

\*\*Einschließlich Erträge.

## Verschuldungsgrad

Brutto\* 0,0 %

Nettoliquidität\* 1,5 %

\*Zum 31. August 2019.

## Analysten

Helena Coles +44 (0)20 3681 2522

Sarah Godfrey +44 (0)20 3681 2519

[investmenttrusts@edisongroup.com](mailto:investmenttrusts@edisongroup.com)  
[Profilseite von Edison](#)

**VietNam Holding ist ein Research-Kunde von Edison Investment Research Limited**

## Grafik 1: Das Unternehmen auf einen Blick

### Investitionsziel und Hintergrund des Fonds

VietNam Holding verfolgt das Investitionsziel, einen langfristigen Kapitalzuwachs zu erzielen, indem das Unternehmen in ein diversifiziertes Unternehmensportfolio investiert, das ein hohes Wachstumspotenzial und eine attraktive Bewertung vorweisen kann. Der Fonds war seit September 2017 erheblichen Änderungen ausgesetzt, wozu auch die Bestellung eines neuen Vorstands und des aktuellen Managers in Form von Dynam Capital Limited zählen.

### Aktuelle Entwicklungen

- 9. Oktober 2019: Jahresergebnisse bis Ende Juni 2019 – NAV TR -11,2 % in US-Dollar im Vergleich zu -5,6 % des Vietnam All-Share Index.
- 17. Mai 2019: Ankündigung der Bestellung von Saiko Tajima als nicht-exekutives Mitglied mit sofortiger Wirkung.
- 14. März 2019: Zwischenergebnisse bis Ende Dezember 2018 – NAV TR -11,0 % in US-Dollar im Vergleich zu -8,4 % des Vietnam All-Share Index.

### Bevorstehend

Hauptversammlung November 2019  
Jahresergebnisse Oktober 2020

### Kapitalstruktur

Laufende Gebühren 2,23 %  
Nettoliquidität 1,5 %  
Jährliche Managementgebühr Gestaffelt (siehe Seite 10)  
Performancegebühr Ja (siehe Seite 10)

### Angaben zum Fonds

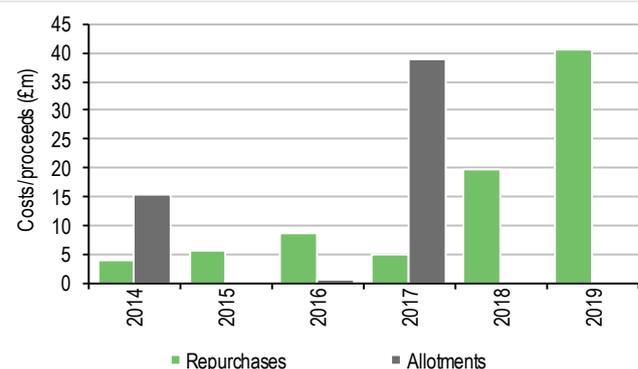
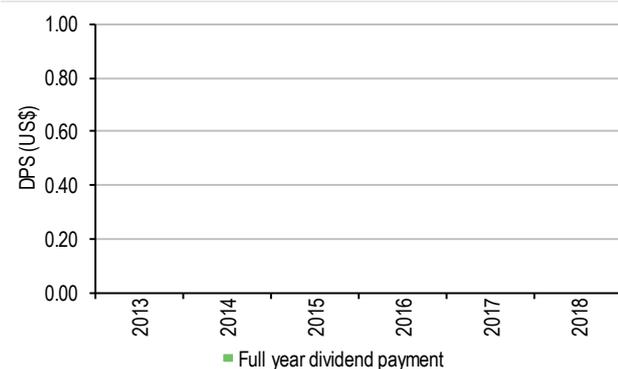
Gruppe Dynam Capital Limited  
Manager Vu Quang Thinh, Craig Martin und Team  
Adresse De Catapan House, Grange Road, St Peter Port, Guernsey. GY1 2QG, Vereinigtes Königreich  
Telefon +8428 38277590  
Website www.dynamcapital.com

### Dividendenpolitik und -verlauf (Geschäftsjahre)

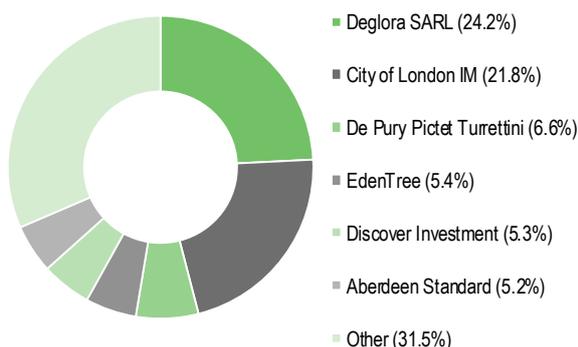
VNHs Investitionsziel sieht einen Kapitalzuwachs vor und es besteht derzeit keine Absicht, reguläre Dividenden zu zahlen.

### Politik zu und Verlauf von Aktienrückkäufen (Geschäftsjahre)

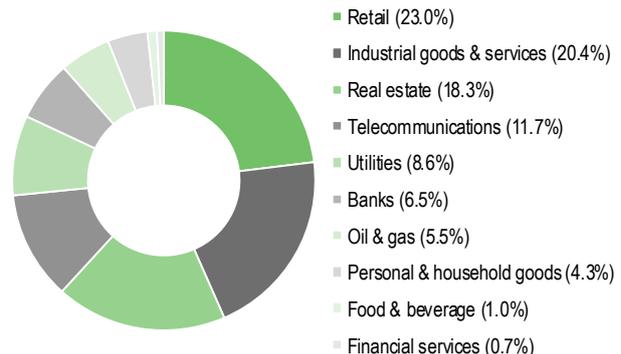
VNHs Befugnis (wird jährlich erneuert) zum Rückkauf von Aktien wurde im Juli 2018 von 10,00 % auf 14,99 % erhöht. Zuteilung an Optionsscheininhaber.



### Aktionariat (zum 7. August 2019)



### Portfolioengagement nach Sektor, bereinigt um liquide Mittel (zum 31. August 2019)



### Top-10-Positionen (zum 31. August 2019)

Unternehmen	Sektor	Portfoliogewichtung in %		Gewichtung im VNAS Index in %**
		Ende August 2019	Ende August 2018*	
FPT	Telekommunikation	11,5	7,0	2,9
Phu Nhuan Jewelry	Einzelhandel	10,2	9,5	1,5
Sai Gon Cargo Service	Industrie	7,9	9,0	k. A.
Mobile World	Einzelhandel	7,9	k. A.	3,4
Military Commercial Joint Stock Bank	Banken	6,4	4,9	3,0
Khang Dien House	Immobilien	5,1	6,4	0,8
Dat Xanh Real Estate	Immobilien	4,8	k. A.	0,6

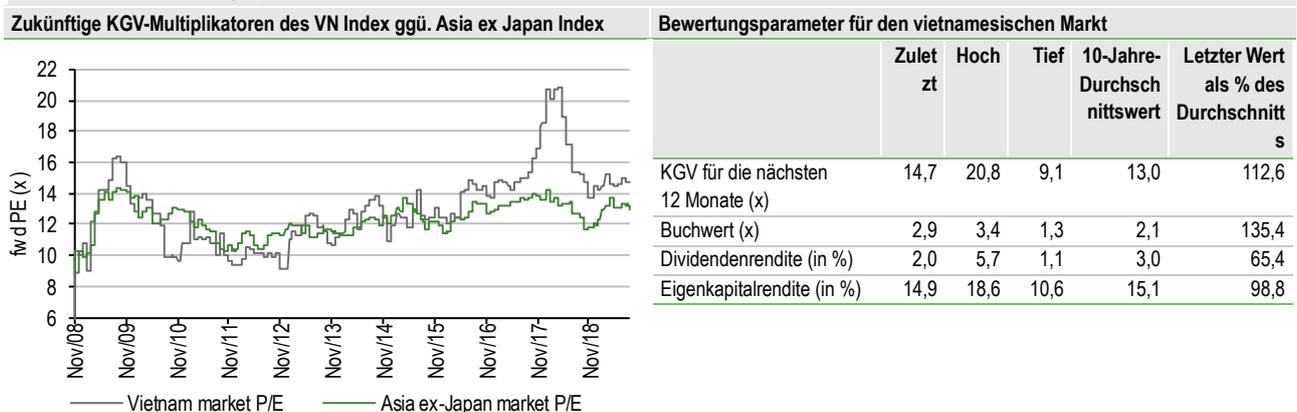
Investitionsziel und Hintergrund des Fonds		Aktuelle Entwicklungen		
Vincom Retail	Immobilien	4,7	k. A.	3,7
Thien Long Group	Einzelhandel	4,6	4,6	k. A.
ABA Cooltrans	Industrie	4,1	k. A.	k. A.
<b>Top 10 zum jeweiligen Datum</b>		<b>67,2</b>	<b>67,3</b>	

Quelle: VNH, Edison Investment Research, Bloomberg, Refinitiv. Hinweis: \*k. A. sofern nicht im August 2018-Portfolio aufgeführt. \*\* k. A. sofern kein Bestandteil des Vietnam All-Share Index (VNAS).

## Marktaussichten: Starke Wachstumsaussichten

Vietnams sehr positive, langfristige Konjunkturaussichten werden von vielen günstigen Eigenschaften untermauert, einschließlich einer jungen Population, einem starken Exportsektor und der Fähigkeit, erhebliche Direktinvestitionen aus dem Ausland gewinnen zu können. Das Durchschnittsalter mit 30,5 Jahren ist das jüngste im gesamten ASEAN-Verband, während die Urbanisierung rapide ansteigt. Vietnams Wirtschaft ist sehr offen, wobei Handel 200 % seines BIP ausmacht, was wiederum zum Teil seine soliden Fertigungsmöglichkeiten widerspiegelt. Dies wird durch Direktinvestitionen aus dem Ausland untermauert und das Land zieht auch weiterhin multinationale Unternehmen an, die als Reaktion auf die Auswirkungen des andauernden Handelskonflikts zwischen den USA und China nach einer Diversifizierung ihrer globalen Herstellungsstandorte suchen. Exporte aus Vietnam an die USA sind in der ersten Hälfte von 2019 im Vergleich zum Vorjahr um 27 % gestiegen. In Vietnam lassen sich viele multinationale Unternehmen finden, denn das Land dient vielen Branchen als Produktionszentrum, z. B. für die Elektro-, Textil- und Schuhindustrie und den Fischfang. Es steigt in der Wertschöpfungskette rapide auf und kann jetzt hochrangige, ausländische Investoren wie Google und, Berichten zufolge, Apple für sich verbuchen.

**Grafik 2: Bewertungsparameter für den vietnamesischen Markt:**



Quelle: Refinitiv, Bloomberg, Edison Investment Research. Hinweis: Indexbewertung zum 6. September 2019.

Wie in Grafik 2 gezeigt, waren die Bewertungen für den vietnamesischen Aktienmarkt für 2017 und Anfang 2018 überspannt. Eine starke Korrektur des VN-Index im vergangenen Jahr brachte die prognostizierten KGV-Multiplikatoren zurück in Einklang mit Asia ex Japan; die Wachstumsaussichten für Vietnam sind dennoch höherwertiger. Das BIP wuchs 2018 um 7,1 % und zählte zu den höchsten weltweit. Gemäß dem IWF sollte dies auch weiterhin der Fall sein. Wie in der Tabelle auf der Vorderseite gezeigt, prognostiziert er für das Landes-BIP zwischen 2019 und 2024 ein Wachstum mit einer jährlichen Rate von 6,5 %, während erwartet wird, dass sich das Wachstum in Asia ex Japan auch weiterhin schrittweise verlangsamen wird (angeführt von einem Rückgang in China).

## Profil des Fonds: Strebt nach großem Wachstum und hohen ESG-Standards

---

VNH wurde im April 2006 als geschlossener Fonds lanciert, in den Caymaninseln gegründet und am Alternative Investment Market (AIM) notiert. Im Februar 2019 verlegte das Unternehmen seinen Rechtssitz nach Guernsey, seine börsennotierten Aktien wurden vom AIM dekotiert und im März 2019 am Hauptmarkt der Londoner Börse eingetragen.

VNH verfolgt das Investitionsziel, einen langfristigen Kapitalzuwachs zu erzielen, indem das Unternehmen in ein diversifiziertes Portfolio von in Vietnam ansässigen Unternehmen investiert, das ein hohes Wachstumspotenzial mit einer attraktiven Bewertung vorzuweisen hat. Bei dem Investitionsansatz handelt es sich um einen „Bottom-Up“-Ansatz, der darüber hinaus von Index-Erwägungen nicht eingeschränkt wird. Das Unternehmen hat die Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment (PRI) übernommen, die gewisse Investitionen ausschließen, wie beispielsweise Unternehmen, die in Alkohol- und Tabakindustrien involviert sind und die sich nicht für die messbare Reduzierung von Umweltbelastungen und -problemen einsetzen, die aufgrund von Geschäftstätigkeiten entstehen.

Der Fonds legt seinen Schwerpunkt auf Mid und Small Caps mit Marktkapitalisierungen von weniger als 1 Mrd. US\$ und kann bis zu 20 % in nicht-börsennotierte Aktien investieren –in der Praxis handelt es sich dabei um Unternehmen, die ersichtliche, zeitnahe Pläne für eine Börsennotierung aufweisen.

VNH folgt keinem Vergleichsindex, obwohl es seine Portfolioperformance für bestimmte Zwecke mit dem VNAS vergleicht. Der Fonds ist ein Mitglied der AIC-Länderspezialisten – Peergruppe des Asien-Pazifik-Raums.

## Aktuelle Änderungen

---

Der Fonds sah sich seit September 2017 einigen erheblichen Änderungen im Bereich Governance- und Investitionsmanagement ausgesetzt. Diese ergaben sich aufgrund von geäußerten Bedenken seitens der Anteilseigner hinsichtlich historischer Versäumnisse durch den vorherigen Fonds-Manager, VNH Asset Management (VNHAM), und den ehemaligen Vorstand. Zu den Problemen zählten die Folgenden:

- Der ehemalige Vorsitzende erhielt Boni direkt aus dem Fonds, die jedoch den Anteilseignern nicht offengelegt worden waren. Im September 2018 gab der Fonds bekannt, dass sich auf eine Abfindungssumme geeignet wurde, die den letzten an den Vorsitzenden ausgezahlten Bonus überstieg.
- Der Gründer von VNHAM, Juerg Vontobel, wurde 2008 in der Schweiz wegen Geldwäsche verurteilt. Die Delikte fanden bei einer vorherigen Beschäftigung statt, die der Gründung von VNHAM und VNH voranging. Der damalige Vorstand beschloss, dass Vontobel seine Beziehungen mit dem Manager und dem Unternehmen auflösen musste. Jedoch blieb VNHAM auch weiterhin im Besitz seiner Familie. Im Laufe der Zeit wurde er erneut immer weiter in die Angelegenheiten des Unternehmens und von VNHAM einbezogen.

Im Anschluss an einen Dialog mit einigen der größten Anteilseigner beschloss der ehemalige Vorstand, im Rahmen der Hauptversammlung von 2017 zurückzutreten, und wurde durch vier neue unabhängige Vorstandsmitglieder ersetzt (siehe Seite 11). Der neue Vorstand prüfte das Investmentmanagement und die Corporate-Governance-Vereinbarungen mit höchster Gründlichkeit, was 2017 und 2018 zu einer Reihe von Maßnahmen und erheblichen Änderungen führte. Zu diesen zählten u. a. die Folgenden:

- die Bestellung eines neuen Investmentmanagers: Dynam Capital Limited;

- der neue Vorstand stellte sicher, dass Vontobel seine Beziehung mit VNH beendete;
- der Sitz des Fonds wurde von den Caymaninseln nach Guernsey verlegt;
- die Börsennotierung von VNH wurde vom AIM zum Hauptmarkt an der Londoner Börse mit täglicher NAV-Preisgestaltung verlegt;
- die notierte und gehandelte Währung der Aktien wurde vom US-Dollar zum britischen Pfund Sterling gewechselt;
- die Rückkaufgenehmigung wurde für ausstehende Aktien von 10,00 % auf 14,99 % erhöht (wird jährlich überprüft);
- die Managementgebühren wurden reduziert;
- im November und Dezember 2018 wurde eine Offerte zu 15 % ausgeschrieben. Das Angebot wurde vollständig beansprucht und 9,7 Mio. Aktien wurden zu einem Preis von 2,7215 US\$ pro Aktie erworben.

Die Vorstandsmitglieder sind der festen Überzeugung, dass diese Veränderungen das Engagement des Vorstands unterstreichen, die Interessen der Anteilseigner zu schützen und zu fördern und die Attraktivität des Unternehmens auszubauen, um seinen Abschlag gegenüber dem NAV zu reduzieren. Nach Ansicht des Vorstands stellte der Sitz und die Börsennotierung am AIM für einige Investoren ein Hindernis dar. Darüber hinaus sollten Anteilseigner aufgrund der strengeren Corporate-Governance sowie der behördlichen und berichtspflichtigen Anforderungen von einer Notierung am Hauptmarkt profitieren. Nicht zuletzt könnte dieses Arrangement die Aufmerksamkeit von mehr institutionellen Investoren wecken, wodurch die Liquidität und die Bewertung der Anteile verbessert werden sollten.

## **Der Fondsmanager: Dynam Capital-Team**

---

Dynam Capital wurde am 16. Juli 2018 als Fondsmanager für VNH bestellt und ersetzte somit den vorherigen Manager VNHAM, der seit der Gründung des Fonds im Jahr 2006 diese Position innehatte. Dynam Capital ist ein neu gegründetes Unternehmen, das in Guernsey eingetragen ist und von Vu Quang Thinh und Craig Martin gegründet wurde.

Vu ist der Chief Investment Officer (CIO) und Geschäftsführer von Dynam Capital. Er war zuvor als CIO bei VNHAM tätig, wo er VNH seit Juli 2011 verwaltete. Vor dieser Position war Vu Gründer von MCG Management Consulting und Leiter für den Bereich Unternehmensberatung bei KPMG in Vietnam. Er absolvierte sein MBA-Studium an der Washington State University und erhielt einen BA in Mathematikwissenschaften von der Hanoi National Economic University.

Martin agiert als Vorstandsvorsitzender und Mitglied des Investmentkomitees. Er verfügt über 25 Jahre Erfahrung im Tätigen von Investitionen in Schwellenländern. Zwischen 2010 und Anfang 2018 war er Co-CEO von CapAsia und Vorstandstandsmitglied von einer Vielzahl an Unternehmen in Südostasien. Davor arbeitete Martin als Head of Private Equity für Prudential Vietnam. Er besitzt einen MBA von INSEAD und einen Masterabschluss in Ingenieurwesen von der University of York. Martin ist Mitglied des Singapore Institute of Directors und verbringt seine Zeit in Singapur und Vietnam.

Das Kernpersonal von VNHAM wechselte zu Dynam Capital, sodass der Sitz in Vietnam mittlerweile 11 Mitarbeiter aufweisen kann, von denen neun Investmentspezialisten sind. VNH ist der einzige Kunde des Unternehmens, weshalb alle Ressourcen direkt in das Management dieses Fonds fließen.

## **Aus der Sicht des Managers: Langfristige Trends, hervorragende Möglichkeiten**

Der Manager ist der Überzeugung, dass Vietnam herausragende, langfristige Investmentmöglichkeiten bietet und drei Schlüsselthemen im Investment folgt: steigender Verbrauch, Urbanisation und Industrialisierung. Diese Entwicklungen tragen zu einem rapiden Wachstum in der Mittelschicht bei, von der das Team glaubt, dass diese um 35 Millionen Personen anwachsen und somit bis 2035 die Hälfte der Bevölkerung ausmachen wird. Aus der Sicht des Teams kann dies das hohe Wachstum des Inlandskonsums für viele Jahre untermauern. Darüber hinaus erwartet der Manager, dass Vietnam auch weiterhin starke Direktinvestitionen aus dem Ausland anziehen wird, da das Land immer mehr als attraktives Produktionszentrum an Bedeutung gewinnt und Arbeitslöhne in etwa halb so hoch sind wie in China.

Unterdessen argumentiert Dynam Capital, dass Vietnams Aktienmarkt sich weiterhin vertiefen und ausländische Mittel für sich gewinnen sollte. Die Regierung unterstützt diese Entwicklung des Kapitalmarktes des Landes und hat demzufolge Beschränkungen hinsichtlich ausländischen Eigentums gelockert und vor Kurzem neue Finanzinstrumente, Index-Futures und gedeckte Optionsscheine eingeführt. Ihr Engagement zur Privatisierung von öffentlichen Gesellschaften sollte außerdem zur Vergrößerung und Liquidität des Kapitalmarktes beitragen. Der Manager ist der Ansicht, dass Vietnam mit Wahrscheinlichkeit in den kommenden Jahren im MSCI Emerging Markets Index aufgenommen und somit von seinem aktuellen Status als Grenzmarkt aufsteigen wird, wodurch erhebliche ausländische Geldzuflüsse erwartet werden könnten. Zudem wurde vermerkt, dass die Marktkapitalisierung von Vietnam bereits größer ist und eine bessere Liquidität aufweist als die meisten Schwellenländer. Der Manager ist überzeugt, dass die Regierung motiviert ist, Vietnam in den MSCI Emerging Markets Index aufzunehmen, da ein Zuwachs an ausländischen Geldern der Wirtschaft helfen würde, ihre Abhängigkeit vom Bankensystem für Finanzierung zu mindern, und eine Umgestaltung staatlicher Unternehmen beschleunigen könnte.

## **Vermögensallokation**

---

### **Investmentprozess: Fundamentaler Ansatz, Unternehmensengagement**

VNH folgt einem fundamentalen Ansatz, um ein relativ konzentriertes Portfolio von ca. 20 bis 25 Aktien aufzubauen. Der Manager wird nicht durch einen Vergleichsindex eingeschränkt und die Bestände des Fonds repräsentieren die Investmentideen mit den größten Überzeugungen und einem langfristigen Anlagehorizont.

Der Prozess beginnt mit der anfänglichen Überprüfung des Anlageuniversums, was eine ESG-Checkliste umfasst, um Unternehmen, die der Manager nicht gedenkt in Erwägung zu ziehen, auszuschließen. Firmen, die diese Überprüfung bestehen, unterliegen einem Due-Diligence-Prozess, wozu u. a. Standortbesuche, Meetings mit dem Management und detaillierte Finanzanalysen zählen. Das Team sucht nach Unternehmen, die Branchenführer mit einer starken Wettbewerbsposition sind, ein gutes Management vorweisen, über gesunde Bilanzen und Kapitalflüsse verfügen und doch zugleich mit einer attraktiven Bewertung aufwarten. Die Bewertung der ESG-Referenzen eines Unternehmens ist von besonderer Bedeutung und spiegelt die Überzeugung des Managers wider, dass Unternehmen, die eine hohe Bewertung vorzuweisen haben oder aber an diesen Problemen arbeiten, die Tendenz haben, langfristig gesehen überdurchschnittlich abzuschneiden. Ein schriftlicher Anlagevorschlag wird für alle Kandidatenaktien aufgesetzt und durch leitende Mitglieder des Dynam-Teams überprüft. Darüber hinaus überprüfen sie wöchentlich das Portfolio als Gesamtheit und konzentrieren sich dabei auf die Wertentwicklung, Zusammensetzung des Portfolios und aktives Aktionärstum. Dynam Capitals

Investmentansatz ähnelt dem von Private Equity. Das Team arbeitet eng mit Portfoliounternehmen zusammen, wobei dies eine regelmäßige Überprüfung von Leistungskennzahlen und fortlaufendes Mentoring umfasst. Der Manager findet für gewöhnlich Mid und Small Caps attraktiv, da diese die Tendenz aufweisen, weniger gut recherchiert zu werden, und ihr Management einer Zusammenarbeit gegenüber offener ist. VNHs relativ kleine Größe ermöglicht ihm die Flexibilität, in eben diese Unternehmen zu investieren, und etwa das halbe Portfolio wird in Anteile mit einer Marktkapitalisierung von weniger als 1 Mrd. US\$ investiert. Dies entspricht einer erheblich höheren Gewichtung als die 18 % Mid- und Small-Cap-Komponente des VNAS-Index.

Die Positionsgröße von Investitionen spiegelt größtenteils die Überzeugungsniveaus in Bezug auf jedes Unternehmen wider. Die Top-Down-Analyse beeinflusst die Vermögensallokation in Bezug auf Sektoren und Themen. Diversifizierungsberücksichtigungen sind ebenso wichtig und dem Fonds ist nicht gestattet, zum Zeitpunkt der Investition mehr als 30 % seines NAV in einen einzigen Sektor zu investieren. VNH ist darüber hinaus nicht gestattet, direkt in Immobilien zu investieren, kann jedoch in Unternehmen anlegen, die über Immobilienengagement verfügen. Als Unterzeichner der PRI folgt der Fonds diesen Richtlinien, die bestimmte Investitionen ausschließen, einschließlich Geschäftsmodellen im Bereich der Alkohol-, Tabak-, Rüstungs- sowie Gaming-Branchen. VNH wird darüber hinaus keine Anlagen in Unternehmen tätigen, die versäumen, Umweltverschmutzung und umweltbedingte Probleme, die aufgrund ihrer Geschäftsaktivitäten entstehen, zu reduzieren.

## **Aktuelle Portfoliopositionierung**

Grafik 3 zeigt das Sektorengagement des Portfolios mit Stand Ende August 2019. Im Vergleich zum VNAS-Index weist VNH eine starke Übergewichtung in Bezug auf Einzelhandel (17,4 Pp) und Industriewerte (12,5 Pp) auf – was mit den zentralen Investmentthemen des Managers übereinstimmt. Eine der größten Einzelhandelspositionen im Portfolio ist die seit langem vertretene Investition in den Juwelier Phu Nhuan Jewelry (PNJ), der mit über 320 Geschäften einen Marktanteil von 28 % besitzt und somit seinen nächstgrößeren Mitbewerber um das Sechsfache übertrifft. Das Unternehmen verfügt über solide Produktionskapazitäten. Der Manager ist der Überzeugung, dass PNJ das Potenzial besitzt, einer der Top-Player der asiatischen Branche zu werden, und er erwartet, dass das Unternehmen in den kommenden drei Jahren ein jährliches, organisches Wachstum von 20–30 % erzielen wird.

VNH baute zudem seine Position bei Mobile World (MWG) aus. Vietnams größter Einzelhändler mit landesweit über 2.200 Geschäften. MWG wurde 2004 als Händler für Mobiltelefone gegründet und lancierte 2010 ein Einzelhandelsunternehmen mit Fokus auf Unterhaltungselektronik; beide Unternehmen sind klare Marktführer in ihren Teilspektoren. Vor Kurzem hat das Unternehmen eine Diversifizierung durchlaufen und ist mit einem „modernem Wet Market“ (für gewöhnlich eine Markthalle vornehmlich in Asien, wo frische Lebensmittel an Ständen verkauft werden) in den modernen Lebensmitteleinzelhandel übergegangen, wo es nun frische, hochwertige Produkte mit nachvollziehbarer Herkunft in einem Geschäft verkauft. Investoren sahen MWGs Projekt, sich am Lebensmitteleinzelhandel zu versuchen, skeptisch entgegen. Dynam Capital ist jedoch der Meinung, dass MWGs Management seine neue Strategie erfolgreich umsetzen kann, und hat den schwachen Aktienkurs zu seinen Gunsten genutzt, um Aktien zu erwerben.

Zu den Investitionen im Industriesektor gehört auch die drittgrößte Position des Portfolios: Saigon Cargo Services. Das Unternehmen ist ein Duopol-Betreiber des Luftfracht-Terminals am Tan Son Nhat-Flughafen, der die Hauptstadt Ho Chi Minh City und den Süden Vietnams beliefert. Sein Mitbewerber arbeitet mit voller Leistung und es gibt kein verfügbares Land für eine Expansion. Diese wettbewerbsstarke Position ermöglicht dem Unternehmen, von hohen Gewinnspannen zu profitieren und Eigenkapitalrenditen von über 40 % zu erzielen. VNH war ein früher Investor in diesem Unternehmen, noch bevor es am VN Index notiert wurde, und der Manager ist auch weiterhin von der Attraktivität des Unternehmens überzeugt.

**Grafik 3: Portfolioengagement nach Sektor zum 31. August 2019**

in %, sofern nicht anders angegeben	Portfolio 31. August 2019	Portfolio 30. August 2018	Veränderung (Pp)	VNAS-Indexgewicht	Aktive Gewichtung ggü. Index (in Pp)	Unternehmensgewichtung / Indexgewichtung (x)
Einzelhandel	22,70	18,1	4,6	5,3	17,4	4,3
Industriegüter und -dienstleistungen	20,10	20,1	0,0	7,6	12,5	2,6
Immobilien	18,00	14,8	3,2	28,9	(10,9)	0,6
Telekommunikation	11,50	7,0	4,5	2,9	8,6	3,9
Versorgungsdienste	8,50	0,0	8,5	0,8	7,7	10,4
Banken	6,40	12,7	(6,3)	21,7	(15,3)	0,3
Öl und Gas	5,40	2,5	2,9	1,7	3,7	3,3
Persönliche und Haushaltsgüter	4,20	0,8	3,4	1,1	3,2	4,0
Lebensmittel- und Getränkeindustrie	1,00	0,7	0,3	13,7	(12,7)	0,1
Finanzdienstleistungen	0,70	8,4	(7,7)	6,1	(5,4)	0,1
Reise- und Freizeitindustrie	0,00	6,9	(6,9)	3,9	(3,9)	0,0
Gesundheitswesen	0,00	0,3	(0,3)	0,3	(0,3)	0,0
Bau- und Baustoffgewerbe	0,00	5,1	(5,1)	3,8	(3,8)	0,0
Sonstige Branchen	0,0	0,0	0,0	2,3	(2,3)	0,1
	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>		<b>100,0</b>		

Quelle: VNH, Edison Investment Research. Hinweis: Zahlen unterliegen Rundungen.

VNH hat zu Beginn des Jahres eine Position in ABA Cooltrans (ABA) erworben, ein landesweiter Logistikanbieter in der Kühlkette. Es ist das einzige private Unternehmen im Portfolio und machte Ende August 2019 4,1 % aus. Das Unternehmen bedient große, moderne Einzelhändler, einschließlich Vin Mart und BigC, sowie Lieferanten frischer Erzeugnisse wie Masan Nutri-Science und Bel Vietnam. Der Manager ist der Überzeugung, dass ABA über hervorragende Wachstumsperspektiven verfügt, die direkt mit dem Nachfrageanstieg bei frischen und sicheren Nahrungsmitteln von Seiten vietnamesischer Verbraucher in Verbindung stehen. VNH hat über eine Wandelanleihe in ABA investiert, von der der Manager der Meinung ist, dass dies einen attraktiven Weg zur Beteiligung darstellt, da der Fonds die Option erhält, einen erheblichen Anteil am Unternehmen zu erhalten, während zugleich eine angemessene Couponzahlung erworben wird.

Ende August 2019 beinhaltetete das Portfolio zwei Unternehmen auf dem Unlisted Public Companies Market (UPCoM), eine Börse für neu notierte staatliche Unternehmen, die innerhalb eines Jahres entweder zum Ho Chi Minh Stock Exchange (HSX) oder zum Hanoi Stock Exchange übergehen müssen. Seither hat eines dieser Unternehmen – Gia Lai Electric (GEG) – seine Börsennotierung am HSX aufgenommen. GEG ist der führende Anbieter von erneuerbaren Energien in Vietnam und betreibt die ersten fünf Solaranlagen des Landes, die alle die weltweiten Umweltstandards erfüllen, die von seinen strategischen Investoren, der International Finance Corporation und dem Armstrong Asset Management, einem in Singapur ansässigen Investmentspezialisten für reine Energie, verlangt werden. Der Manager ist der Meinung, dass GEGs Wachstumspotenzial von einem zugrunde liegenden jährlichen 10%igen Wachstum in der Stromnachfrage des Landes sowie der Absicht der Regierung, den Einsatz erneuerbarer Energien zu fördern, untermauert wird.

Die verbleibende UpCOM-Beteiligung liegt bei Viettel Post (VTP), das zweitgrößte Postunternehmen des Landes, von dem der Manager der Meinung ist, dass es gut aufgestellt ist, um das rasche Wachstum des E-Commerce-Sektors in Vietnam für sich zu nutzen, was nicht zuletzt auf das nationale Netzwerk aus ca. 1.300 Postfilialen und etwa 6.000 Abgabestellen zurückzuführen ist. Darüber hinaus merkt der Manager an, dass Online-Verkäufe 2018 lediglich ca. 3 % der Umsätze des vietnamesischen Einzelhandels ausmachten – ein Punkt, an dem China sich vor 10 Jahren befand. Dynam erläutert, dass die geringe Marktdurchdringung langfristige Wachstumstrends für VTP bieten kann. Der Grund hierfür ist die junge und technisch versierte Bevölkerung Vietnams, die steigenden Gehälter und eine erhöhte Nachfrage nach Komfort.

Das Portfolio zeigt im Bankwesen und der Lebensmittel- und Getränkeindustrie die höchsten Untergewichtungen. Diese Branchen werden von Large Cap-Titeln dominiert und der Manager

sieht in Small- und Mid-Cap-Unternehmen für gewöhnlich bessere Möglichkeiten. VNH unterhält lediglich eine Bankposition, die Military Bank, die nach Aussage des Managers die am besten geführte des Sektors ist. Vinamilk und Sabeco sind im Lebensmittel- und Getränkektor wahre Giganten. Beide Unternehmen zählen zu den größten börsennotierten Unternehmen Vietnams und werden gut recherchiert und von vielen Personen gekauft, was sich laut des Managers in den entsprechenden Bewertungen widerspiegelt.

## Performance: Traditionelle Probleme hatten Folgen

Dynam Capital wurde im Juli 2018 als Manager von VNH bestellt und zusätzlich zu den standardmäßigen Performance-Zeiträumen zeigen wir die Zeiträume seit dem Änderungsdatum (SC). Wie aus Grafik 5 und 6 hervorgeht, war der NAV Total Return des Unternehmens in den vergangenen 10 Jahren sehr stark und konnte die VNAS-, VN30- und MSCI EM-Indizes übertreffen. Die Performance blieb in den Zeiträumen über 1, 3 und 5 Jahre hinter dem VNAS Index zurück. Die Wertentwicklung der letzten Zeit verlief positiv und das Unternehmen hat sich in den vergangenen 3 und 6 Monaten überdurchschnittlich entwickelt.

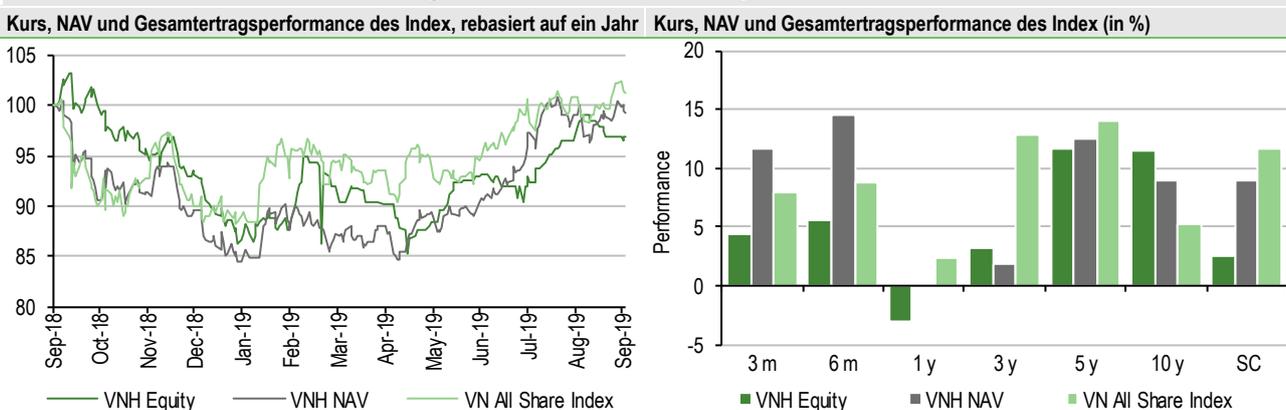
Die Performance für die ersten 6 Monate nach der Übernahme des Managements des Fonds hat gelitten, da die 15 % Ausschreibung im Dezember eine neue Positionierung des Portfolios erforderlich machte, um eine angemessene Liquidität zu ermöglichen, was eine Ablenkung für das Team darstellte. Zudem hat der neue Manager Positionen von seinem Vorgänger übernommen, die er nicht behalten wollte. Zwei verkaufte Positionen hatten einen nennenswerten negativen Einfluss auf das Portfolio: das Medienkonglomerat Yeah1 und die Investmentbank und das Brokerhaus VietCapital Securities. Da der Fonds nun befreit von mit dem Übergang verbundenen Problemen ist, verbesserte sich die Performance, da sich das Team erneut auf seine alltäglichen Managementaufgaben für VNH konzentrieren konnte.

**Grafik 4: Diskrete Performance über 5 Jahre**

12 Monate mit Ende am	Gesamtrendite des Aktienkurses (in %)	Insgesamte Nettoinventarwert-Rendite (%)	Vietnam VN All Share Index (in %)	Vietnam VN30 Index (in %)	MSCI Emerging Markets Index (in %)
30.09.2015	6,0	1,9	(7,4)	(7,5)	(13,3)
30.09.2016	49,5	66,5	45,1	38,6	36,7
30.09.2017	0,3	(8,9)	14,5	16,1	19,0
30.09.2018	13,0	16,3	22,3	26,8	2,4
30.09.2019	(3,1)	(0,1)	2,4	0,7	4,1

Quelle: VNH, Refinitiv, Bloomberg. Hinweis: Alle %-Werte entsprechen einer Gesamtrendite in GBP.

**Grafik 5: Performance der Investmentgesellschaft bis zum 30. September 2019**

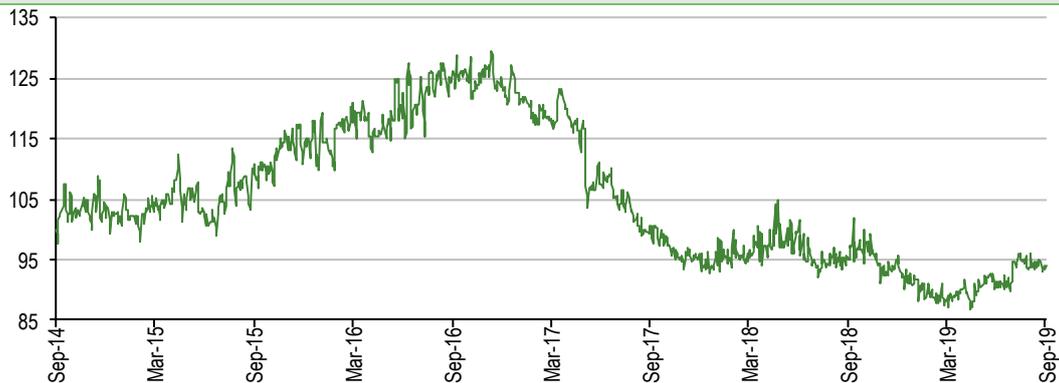


Quelle: Refinitiv, Edison Investment Research. Hinweis: Annualisierte Wertentwicklungszahlen für 3, 5 und 10 Jahre

**Grafik 6: Kurs und NAV Total Return Performance im Vergleich zu den Indizes (in %)**

	3 Monate	6 Monate	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre	10 Jahre	SC*
Kurs im Verhältnis zum Vietnam VN All-Share Index	(5,2)	(1,4)	(3,4)	(24,3)	(7,6)	147,1	(8,2)
NAV im Verhältnis zum Vietnam VN All-Share Index	2,6	7,6	(0,3)	(28,0)	(1,7)	83,2	(1,3)
Kurs im Verhältnis zum Vietnam VN30 Index	(6,4)	(2,8)	(2,0)	(30,2)	1,3	142,8	(6,0)
NAV im Verhältnis zum Vietnam VN30 Index	1,3	6,2	1,1	(33,9)	7,2	78,9	0,9
Kurs im Verhältnis zum MSCI Emerging Markets Index	6,4	5,5	(4,5)	(7,1)	42,7	155,7	2,4
NAV im Verhältnis zum MSCI Emerging Markets Index	14,1	14,6	(1,4)	(10,8)	48,5	91,9	9,3

Quelle: Bloomberg, Dynam Capital, Edison Investment Research. Hinweis: Daten bis Ende September 2019. Hinweis: Arithmetische Kalkulation. \*Seit der Änderung (SC) verzeichnete Wertentwicklung seit dem Startdatum des aktuellen Managers am 16. Juli 2018.

**Grafik 7: NAV Total Return Performance im Vergleich zum VN All-Share Index über 5 Jahre**


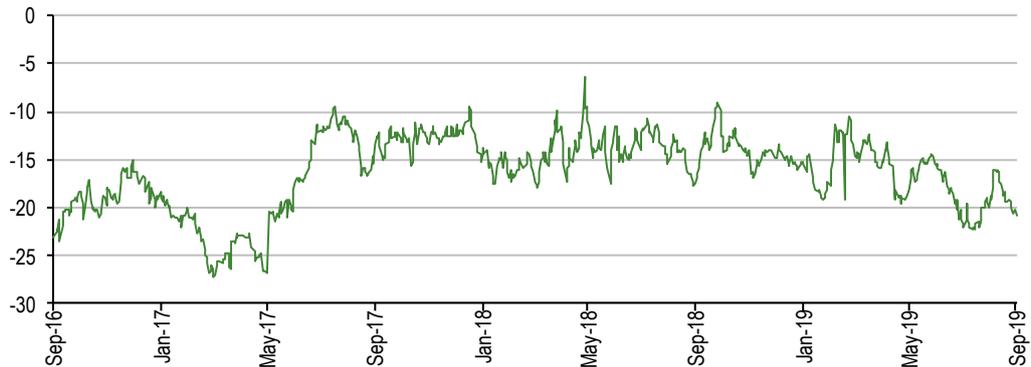
Quelle: Refinitiv, Edison Investment Research

## Abschlag: Aktuelle Änderungen könnten den Abschlag verringern

VNH wird zu einem Abschlag von 19,0 % ggü. seinem Total Return NAV gehandelt – ein höherer Abschlag als der Durchschnittswert von drei Jahren von 16,3 %. In diesem Zeitraum bewegte er sich zwischen 6,3 % und 27,2 %. Der Abschlag des Fonds gegenüber dem NAV ist darüber hinaus der größte im Vergleich zu seiner Peergruppe (siehe Grafik 9). Die Governance-Probleme, die mit dem vorherigen Vorstand und Manager in Verbindung standen, und die schwache Wertentwicklung haben wahrscheinlich zum tiefen Stand des Abschlags beigetragen.

Ein neuer Vorstand wurde im September 2017 bestellt und im Anschluss an eine umfassende Überprüfung von VNHs Investmentmanagement und den Corporate-Governance-Arrangements wurde eine Reihe an Maßnahmen implementiert, die auf die Verbesserung der Attraktivität der Fondsanteile abzielten. Die Maßnahmen (siehe Seite 4) umfassen die Bestellung eines neuen Managers, eine Reduzierung der Managementgebühren, eine Änderung im Fondsdomizil und eine erneute Notierung auf dem Hauptmarkt der Londoner Börse. Der Vorstand erhöhte zudem die Rückkaufgenehmigung für ausstehende Aktien von 10,00 % auf 14,99 % (wird jährlich überprüft). Diese Änderungen zeigen das Bestreben des Vorstands, die Interessen der Anteilseigner zu unterstützen. In Verbindung mit gesteigerten Marketingmaßnahmen sollte die verbesserte Wertentwicklung des Fonds dabei helfen, den Abschlag von VNH im Laufe der Zeit zu verringern.

**Grafik 8: Abschlag des Aktienkurses ggü. NAV über 3 Jahre (in %)**



Quelle: Refinitiv, Edison Investment Research

## Kapitalstruktur und Gebühren

VNH ist ein geschlossenes Investmentunternehmen mit Sitz in Guernsey und einer einzigen Anteilsklasse; es wurden 51,0 Mio. Anteile ausgegeben und keine werden als eigene Aktien gehalten. Im Oktober 2018 genehmigten die Anteilseigner eine Ausschreibung für bis zu 15 % der ausgegebenen Anteile, die im November und Dezember 2018 implementiert wurde und zu einem Rückkauf von 9,7 Mio. Anteilen zu einem Kurs von 2,72 US\$ pro Anteil führte. Ein Verschuldungsgrad bis zu 25 % des NAV ist gestattet; allerdings hat VNH in der Vergangenheit keinen Gebrauch von dieser Möglichkeit gemacht, weshalb gegenwärtig kein Kredit vorliegt. Ende August 2019 besaß der Fonds eine Netto-Cash-Position von 1,5 % des NAV.

Dynam Capital erhält eine jährliche Managementgebühr (monatlich ausgezahlt) von 1,5 % des NAV für Anlagevermögen bis zu 300 Mio. US\$, 1,25 % für Anlagevermögen zwischen 300 Mio. und 600 Mio. US\$ und eine reduzierte Gebühr von 1,0 % für Anlagevermögen über 600 Mio. US\$. Es kommt eine Erfolgsgebühr von 12 % der Überschussperformance eines jeden Geschäftsjahres gegenüber einer zusammengesetzten Erfolgshürde von 8 %, beginnend mit dem Höchststand (der High-Water-Mark) zum 30. Juni 2018 mit Obergrenze bei 3 % des NAV eines Geschäftsjahres. Eine Hälfte der Erfolgsgebühr ist in Barmitteln zu zahlen und die andere Hälfte in VNH-Anteilen, die entweder zum NAV oder dem Schlusskurs am Ende des Geschäftsjahres ausgegeben werden, je nachdem, welcher Wert höher ist. Die Hälfte der Anteile wird für ein Jahr gesperrt und der Rest für zwei. Zuvor betrug die Managementgebühr 2,0 % des Nettovermögens und eine Performancegebühr von 15,0 % musste bei Wertentwicklung über einer Erfolgshürde von 5 % (Hurdle Rate) gezahlt werden. Ende Juni 2019 betrug die laufenden Gebühren 2,23 %, was unter dem Wert von 2,69 % noch vor einem Jahr lag.

## Dividendenpolitik und -entwicklung

Das Ziel von VNH ist, statt einem Einkommen ein mittel- bis langfristiges Kapitalwachstum für Anteilseigner zu erreichen. Es wurden seit der Gründung keine Dividenden gezahlt.

## Vergleich der Peergruppe

Grafik 9 zeigt 10 Mitglieder der AIC-Länderspezialisten – Asien-Pazifik-Raum (Fonds mit einer Marktkapitalisierung über 75 Mio. £). Hierbei handelt es sich um eine Gruppe von Fonds, die in Länder über das gesamte wirtschaftliche Entwicklungsspektrum hinweg investieren, weshalb wir

darüber hinaus einen Durchschnittswert für die vietnamesische Untergruppe präsentieren. VNH ist einer der kleinsten Fonds der Gruppe und belegt Rang neun. Sein aktueller Manager wurde im Juli 2018 bestellt, weshalb der relevanteste Zeitraum, den es zu berücksichtigen gilt, ein Jahr beträgt, innerhalb dessen sich die gesamte NAV-Rendite auf dem sechsten Rang einpendelt hat und sogar auf Rang zwei in der Vietnam-Untergruppe. Die laufende Gebühr der Fonds reiht sich auf dem dritten Rang ein; allerdings ist dies der niedrigste Rang der drei vietnamesischen Fonds. VNH handelt innerhalb der Fonds-Untergruppe den größten Abschlag gegenüber dem Cum-Fair-NAV, was darauf schließen lässt, dass ein Spielraum für eine Verringerung besteht, wenn die aktuellen Änderungen durch den Vorstand Früchte tragen sollten.

**Grafik 9: Länderspezialisten – Peergruppe im Asien-Pazifik-Raum zum 7. Oktober 2019\***

in %, sofern nicht anders angegeben	Marktkapitalisierung in Mio. £	NAV TR 1 Jahr	NAV TR 3 Jahre	NAV TR 5 Jahre	NAV TR 10 Jahre	Abschlag (Cum-Fair)	Laufende Gebühr	Erfolgsgebühr	Nettoverschuldungsgrad	Dividendenrendite (in %)
VietNam Holding	97,5	0,0	6,1	79,9	134,6	(18,5)	2,2	Ja	100	0,0
Aberdeen New India	282,2	12,0	28,0	76,6	185,1	(12,4)	1,2	Nein	106	0,0
Aberdeen New Thai	100,0	2,9	34,6	48,8	318,6	(12,1)	1,3	Nein	103	3,0
Fidelity China Special Situations	1.169,6	(3,4)	17,2	87,4		(9,9)	0,9	Ja	123	1,8
India Capital Growth	81,9	(0,0)	(0,4)	40,0	61,8	(17,5)	2,0	Nein	100	0,0
JPMorgan Chinese	222,8	16,5	46,9	99,3	176,8	(12,3)	1,3	Nein	111	1,1
JPMorgan Indian	762,4	11,3	12,0	63,2	115,3	(7,3)	1,1	Nein	101	0,0
Vietnam Enterprise Investments	1.096,9	4,9	67,0	164,6	181,3	(11,3)	2,3	Nein	100	0,0
VinaCapital Vietnam Opportunity Fund	622,0	(5,7)	32,3	93,0	162,7	(17,0)	2,4	Ja	100	2,5
Weiss Korea Opportunity	120,0	(4,3)	4,3	26,9		(1,0)	1,9	Nein	100	2,8
<b>Durchschnitt der Peergruppe</b>	<b>455,5</b>	<b>3,4</b>	<b>24,8</b>	<b>78,0</b>	<b>167,0</b>	<b>(11,9)</b>	<b>1,7</b>		<b>104</b>	<b>1,2</b>
<b>Rang innerhalb der Peergruppe</b>	<b>9</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>3</b>		<b>6</b>	<b>6</b>
<b>Durchschnitt der vietnamesischen Untergruppe</b>	<b>605,4</b>	<b>(0,3)</b>	<b>35,2</b>	<b>112,5</b>	<b>159,5</b>	<b>(15,6)</b>	<b>2,3</b>		<b>100</b>	<b>1,3</b>
<b>Rang innerhalb der Untergruppe</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>		<b>1</b>	<b>2</b>

Quelle: Morningstar, Bloomberg, Edison Investment Research. Hinweis: \*Leistungsdaten bis Ende September 2019. TR = Gesamtrendite. Der Nettoverschuldungsgrad setzt sich aus dem Gesamtvermögen abzüglich der liquiden und vergleichbaren Mittel als Prozentsatz des Nettovermögens zusammen.

## Der Vorstand

Seit September 2017 hat das Unternehmen erhebliche Corporate-Governance-Änderungen durchlaufen, zu denen u. a. die Bestellung eines neuen Vorstands zählt, der als Reaktion auf die Bedenken seitens der Anteilseigner bezüglich historischer Versäumnisse des Vorstands einberufen wurde. Der VNH-Vorstand setzt sich aus fünf unabhängigen, nicht-exekutiven Mitgliedern zusammen, wobei vier von ihnen im September 2017 bestellt wurden:

- Sean Hurst (Vorsitzender, bestellt 2017) war Mitbegründer, Direktor und CIO von Albion Asset Management von 2005 bis 2009. Er ist ein erfahrener Direktor und hatte Positionen inne, die u. a. notierte Fonds am Main Market und AIM umfassen. Er ist ein nicht-exekutiver Vorsitzender von JPEL Private Equity und nicht-exekutiver Direktor des Charity & Investment Merger Arbitrage Fund (CIAM). Hurst verfügt über maßgebliche Erfahrung mit Offshore- und UCITS-Hedgefonds und mit der Beratung von Unternehmen, die sowohl Offshore- als auch Onshore-Investitionen tätigen möchten. Zuvor war er als nicht-exekutiver Direktor von ARC Capital, das am AIM notiert ist, tätig. Hurst erhielt einen MBA-Abschluss in Finanzwesen von der Cass Business School.
- Damien Pierron (2017) ist als Geschäftsführer der Société Générale in Dubai tätig, wo er die Leitung der Abdeckung von Family Offices und wohlhabenden Familien in Nahost und Russland übernimmt. Er verfügt über 15 Jahre Erfahrung in Investment-Banking, Private Equity und Vermögensverwaltung bei einer Vielzahl von Firmen, einschließlich Lafarge Holcim, OC&C Strategy Consultants und Natixis. Pierron ist ein CFA-Charterholder und machte seinen Abschluss in Mathematik, Physik und Wirtschaft an der École Polytechnique in Paris und

absolvierte ein Masterstudium in quantitativer Innovation an der École Nationale Supérieure des Mines de Paris.

- Philip Scales (2017) verfügt über ca. 40 Jahre Erfahrung bei der Vermögensverwaltung in den Bereichen Offshore Corporate, Trust und Third-Party Administration. Zuvor war er als Geschäftsführer von Barings Isle of Man tätig, wo er sich im Bereich der Gründung von Offshore-Fondsstrukturen spezialisierte und zuletzt bei geschlossenen Fonds. Scales war anschließend der Mitbegründer von IOMA Fund and Investment Management (mittlerweile zu FIM Capital umbenannt), wo er als stellvertretender Vorsitzender tätig ist. Er ist Fellow des Institute of Chartered Secretaries and Administrators und hat eine Reihe von Direktorpositionen bei notierten Unternehmen und kollektiven Kapitalanlagen inne.
- Hiroshi Funaki (2017) verfügt über 23 Jahre Erfahrung im Bereich der Aufbringung, der Analyse und dem Handel mit vietnamesischen Fonds. Von 2000 bis 2015 arbeitete er für Edmond de Rothschild Securities, wo er mit Fokus auf Schwellenländer und alternative Vermögensanlagen das Investment-Team des Unternehmens leitete. Zuvor war er als Head of Research für Robert Fleming Securities tätig, wo sein Schwerpunkt auf geschlossenen Fonds lag. Er agiert als Berater für eine Reihe von Investoren in den Schwellenländern.
- Saiko Tajima (2019) wurde am 17. Mai 2019 Teil des Vorstands. Sie verbrachte über 20 Jahre im Finanzwesen, wobei sie sich primär auf die Vermögensverwaltung von Immobilien und strukturierte Finanzierung konzentrierte. Sie war bei der Aozora Bank und Konzerngesellschaften von Lehman Brothers und Capmark beschäftigt. Zuletzt investierte sie in Technologie-Start-Ups in Japan, Südkorea, Australien und im Vereinigten Königreich und half ihnen bei der Entwicklung. Sie ist eine in den USA amtlich zugelassene Wirtschaftsprüferin.

Dieser Report wurde von Edison erstellt und herausgegeben. Die Standardgebühren von Edison Investment Research belaufen sich auf 49.500 £ pro Jahr für die Erstellung und umfassende Verbreitung eines ausführlichen Kommentars (Ausblick), gefolgt von regelmäßigen (üblicherweise quartalsweisen) aktuellen Kommentaren. Gebühren werden im Voraus in bar ohne Regress entrichtet. Für Roadshows und die Erbringung zugehöriger IR-Dienstleistungen für den Kunden kann Edison unter Umständen zusätzliche Gebühren erheben, erhält jedoch keine Vergütung für Investmentbankdienstleistungen. Wir werden niemals in Aktien, Optionen oder Bezugsrechten für unsere Dienstleistungen bezahlt.

**Richtigkeit der Inhalte:** Alle bei der Veröffentlichung dieses Berichts verwendeten Informationen wurden öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die als zuverlässig gelten. Wir geben jedoch keine Gewährleistung über die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieses Berichts und haben keine unabhängige Bestätigung dieser Informationen ersucht. Die in diesem Bericht wiedergegebenen Meinungen stellen die des Edison-Analysten zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dar. Zukunftsgerichtete Informationen oder Aussagen in diesem Bericht beinhalten Informationen, die auf Annahmen, Prognosen künftiger Ergebnisse oder Schätzungen noch nicht ermittelbarer Beträge beruhen und bringen deshalb bekannte und unbekannte Risiken, Unsicherheiten und andere Faktoren mit sich, die bewirken können, dass die tatsächlichen Ergebnisse, Performance-Werte oder Errungenschaften ihres Gegenstands sich erheblich von den aktuellen Erwartungen unterscheiden.

**Haftungsausschluss:** Im größtmöglichen gesetzlich zulässigen Umfang schließt Edison die Haftung für unmittelbare, mittelbare oder Folgeschäden, entgangene Gewinne, Schäden, Kosten oder Ausgaben aus, die Ihnen aufgrund von oder in Verbindung mit dem Zugriff auf, der Nutzung von oder dem Vertrauen auf Informationen in diesem Kommentar entstehen oder die Sie erleiden.

**Keine persönliche Beratung:** Die von uns zur Verfügung gestellten Informationen sind nicht als individuelle Beratung gedacht und sollten keinesfalls derartig ausgelegt werden. Weiterhin dürfen die von uns zur Verfügung gestellten Informationen von keinem Bezieher oder voraussichtlichen Bezieher als Aufforderung seitens Edison zur Durchführung oder versuchten Durchführung einer Wertpapiertransaktion ausgelegt werden. Die im Bericht beschriebenen Wertpapiere dürfen eventuell nicht in allen Gerichtsbarkeiten oder an bestimmte Kategorien von Investoren verkauft werden.

**Investitionen in erwähnte Wertpapiere:** Edison verfolgt eine restriktive Politik in Bezug auf private Wertpapiergeschäfte und Interessenkonflikte. Die Edison Group führt keine Investmentgeschäfte durch und hält dementsprechend keine Positionen in den in diesem Bericht erwähnten Wertpapieren. Jedoch können die jeweiligen Geschäftsführer, Handlungsbevollmächtigten, Mitarbeiter und Vertragspartner von Edison eventuell Positionen in den in diesem Bericht erwähnten oder in ähnlichen Wertpapieren haben, vorbehaltlich der Edison-Richtlinien für private Wertpapiergeschäfte und Interessenkonflikte.

**Urheberrecht:** Copyright 2019 Edison Investment Research Limited (Edison). Alle Rechte vorbehalten FTSE International Limited („FTSE“) © FTSE 2019. „FTSE®“ ist ein Warenzeichen der Unternehmen der London Stock Exchange Group und wird von FTSE International Limited im Rahmen einer Lizenz genutzt. Alle Rechte an den FTSE-Indizes und/oder den FTSE-Ratings wurden auf FTSE und/oder seine Lizenzgeber übertragen. Weder FTSE noch seine Lizenzgeber übernehmen die Haftung für etwaige Fehler oder Auslassungen in den FTSE-Indizes und/oder den FTSE-Ratings oder den zugrundeliegenden Daten. Die weitere Verteilung von FTSE-Daten ist nur mit schriftlicher Genehmigung durch FTSE gestattet.

---

## Großbritannien

Weder dieses Dokument noch zugehörige E-Mails (zusammen die „Kommunikation“) stellen ein Angebot zum Verkauf oder zur Zeichnung oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder ein Teil eines solchen Angebots dar und weder diese Kommunikation noch irgendwelche darin enthaltenen Bestandteile bilden die Grundlage eines Vertrags oder einer anderweitigen Verpflichtung und sollten auch nicht in einem entsprechenden Zusammenhang verwendet werden. Eine Entscheidung zum Kauf von Anteilen an der Gesellschaft im Rahmen der vorgeschlagenen Platzierung sollte ausschließlich aufgrund der Informationen im Zulassungsdokument, das in diesem Zusammenhang veröffentlicht wird, getroffen werden.

Diese Kommunikation wird in Großbritannien verbreitet und richtet sich nur an (i) Personen, die über professionelle Erfahrung im Umgang mit Anlagen verfügen, d. h. Anlageexperten („investment professionals“) im Sinne des Article 19(5) des Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, in der jeweils gültigen Fassung („FPO“), (ii) hochvermögende Gesellschaften, nicht eingetragene Vereine oder sonstige Einrichtungen im Sinne des Article 49 der FPO und (iii) Personen, an die sie anderweitig rechtmäßig verteilt werden darf. Die Anlage oder Anlagetätigkeit, auf die sich dieses Dokument bezieht, steht nur solchen Personen zur Verfügung. Dieses Dokument ist nicht zur Verbreitung oder Weitergabe, mittelbar oder unmittelbar, an andere Personengruppen gedacht und in jedem Fall und unter keinen Umständen sollten sich Personen einer anderen Beschreibung auf die Inhalte dieses Dokuments verlassen oder entsprechend handeln (auch können solche Personen bei der Platzierung keine Anteile erwerben).

Diese Kommunikation wird Ihnen ausschließlich zu Informationszwecken zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert werden durch, weiter verteilt werden an bzw. ganz oder teilweise veröffentlicht werden durch irgendeine andere Person.