

TUNDRA SUSTAINABLE FRONTIER FUND

MÅNADSBREV
AUGUSTI 2023



TUNDRA
FÖNDRER

FÖRSIKTIGT UPPÅT UNDER AUGUSTI

Fonden steg 0,7% under månaden, jämfört med MSCI FMxGCC Net TR (SEK) som steg 3,0% och MSCI EM Net TR (SEK) som föll 2,4%. I absolut avkastning mätt erhöles störst bidrag under månaden från Vietnam (+0,9%), Kazakstan (0,8%) och Sri Lanka (0,8%). Störst negativt bidrag erhöles från Pakistan (-1,4%) och Indonesien (-0,8%). De två sistnämnda marknaderna utgjorde också vår huvudsakliga underavkastning mot index under månaden.

Vinnare och förlorare under månaden, och ett nytt innehav adderas

Bland enskilda innehav noterar vi ett antal större rörelser under månaden. Fondens största position, det vietnamesiska IT-bolaget **FPT**, steg hela 17% under månaden, delvis på rykten om att en internationell aktör skulle vara intresserad av att ta ett större ägande i bolaget. Givet att ägandet är relativt väl diversifierat ser vi en sådan händelse som osannolik. Ett annat portföljbolag som stack ut var kazakiska fintechbolaget **Kaspi** som steg 18% under månaden. Bolagets återköpsprogram fortsätter. I samband med oroligheterna i Kazakstan i början av 2022 och sedermera Rysslands invasion av Ukraina påverkades även den kazakiska marknaden och aktien föll drygt 70%. Sedan dess har aktien gradvis återhämtat sig men har ytterligare 50% kvar till toppnivåerna från hösten 2021. Baserat på prognoserna för året (USD) så kommer bolaget i år att omsätta 67% mer än 2021 och vinsten ser ut att landa drygt 70% högre. Värderingen på knappt 11x den förväntade vinsten för 2023 skall jämföras med en historisk värdering på drygt 20x under 2020 och 2021. Gällande prognoser pekar mot en fortsatt vinstökning med drygt 30% under 2024. "Rysslandsfrossan" som sänkte bolaget under 2022 är förstälilig givet Kazakstans historiska koppling till Ryssland, men har primärt påverkat värderingen av bolaget, snarare än verksamheten än så länge.



Källa: Unsplash, Vietnam

Våra sri lankesiska bolag utvecklades väl under månaden. Utländska investerare har gradvis återvänt till marknaden. Under månaden vann vårt portföljbolag **Windforce** (förnybar energi), som en del i ett konsortium, Sri Lankas hittills största upphandling inom solenergi, en solpark på 100 MW. Aktien steg 14% under månaden. Även vårt matvarubolag, **Cargills Ceylon**, steg 11% under månaden på framförallt utländskt köpintresse. I USD räknat har aktien nu återhämtat större delen av värdefallet under Sri Lankas ekonomiska kris (våren 2021 – våren 2022). Värderingen på drygt 16x årets förväntade vinst har normaliserats, även om den förblir en bit ifrån nivåerna från 2010-2014 då den varierade i intervallet 20-40x. Sannolikt tack vare de svåra år bolaget gått igenom har dess kapitalallokering förbättrats väsentligt, vilket syns i t.ex. avkastningen på eget kapital vilket för 2023 förväntas landa på 23%, jämfört med 5-17% 2010-2014. Som vi brukar säga kan kriser vara jobbiga men de tenderar också göra de starka bolagen starkare.



Källa: Unsplash, Vietnam

Störst negativt bidrag under månaden erhöles från vårt indonesiska mediabolag Media Nusantara (4% av portföljen) som föll 14%. Detta följer på en halvårsrapport som var en besvikelse, primärt p.g.a. fallande annonsintäkter från deras TV-kanaler. Detta i sin tur kan delvis härledas till en orolig annonsmarknad efter att Indonesien fortsätter att införa obligatoriska digital TV-boxar. Detta har på kort sikt uteslutit en del av befolkningen från TV-tittande, vilket föranlett lägre reklamintäkter för t.ex. Media Nusantara. Vi hade under månaden ett uppföljningsmöte med bolaget då man konstaterade fortsatta problem på annonsmarknaden, samtidigt som man uttryckte en förhoppning om att annonsintäkterna kommer återhämta sig inför presidentvalet i början av 2024. Aktiens värdering på drygt 4x årsvinsten förblir oförtjänt låg givet de övervärden vi anser det finns primärt i deras digitala verksamhet.

Vårt pakistanska IT-bolag **Systems** (6% av portföljen) Ltd föll 6% under månaden efter ett resultat som kom in lägre än förväntningarna, primärt p.g.a. lägre marginaler. Nyligen genomförda förvärv och fortsatt betydande nyanställningar påverkade negativt, samtidigt som bolaget fortsätter växa betydligt snabbare än den långsiktiga ambitionen om 25% per år. Under andra kvartalet steg omsättningen drygt 100% (40% i USD). Det primära tillväxtområdet för bolaget för tillfället är mellanöstern som nu utgör 52% av intäkterna. Antalet kunder har stigit till 150, jämfört med 100 vid utgången av 1H22. Med en omsättning på drygt USD 160m på årsbasis är bolaget fortsatt en droppe i havet ur ett globalt perspektiv (1% av indiska Infosys och 0,5% av Tata Consultancy) och vi ser positivt på dess fortsatta fokus på expansion, även om det innebär att det kommer perioder då detta slår mot marginalerna.

Fonden har tagit en mindre position i turkiska **Logo**. Bolaget är Turkiets ledande affärssystemleverantör i kategorin små- och medelstora bolag och är den ledande aktören i Turkiets ambition att digitalisera mindre bolags redovisning och fakturering. Detta är ett bra exempel på när vi finner strukturell tillväxt utanför våra traditionella marknader (låginkomst- och lägre-medelklassländer) som har mer att göra med verksamhetens natur, än vilken ekonomisk fas landet befinner sig i. Digitalisering av ekonomin är ett viktigt område för tillväxtmarknader i deras strävan att minska korruption och effektivisera skattesystem. För bolagen finns betydande produktivitetsvinster att vinna genom en mer effektiv administration. Investeringsmöjligheter i denna typ av verksamheter tenderar att växa fram lite senare i ett lands tillväxtresa och de framgångsrika bolagen har 20-30 år att försöka replikera den tillväxt som bolag såsom t ex Fortnox historiskt gjort i Sverige. I samma kategori, om än i en annan sektor (fintech), har vi kazakiska Kaspi.



Källa: Unsplash, Turkiet

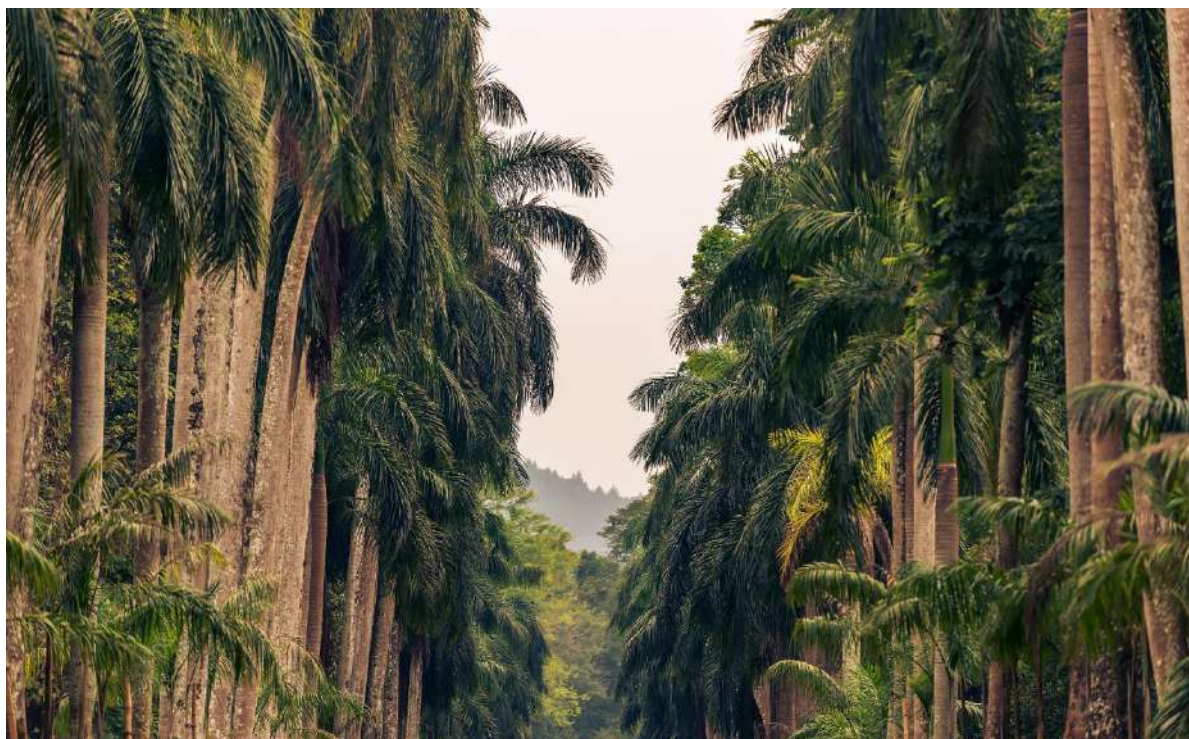
Viktiga nyheter

Vietnam steg 3% under månaden. Avtagande global ekonomisk aktivitet har kortsiktigt slagit mot landets betydande handel och negativt påverkat befolkningens konsumtionsbenägenhet. Handelsöverskottet för årets första månader på USD 20,2 mdr är dock det högsta landet någonsin uppvisat och såväl export som import har t.o.m. augusti ökat fyra månader i rad, något vi ej sett sedan 2020. Annonserade utländska direktinvesteringar ökade för femte månaden i rad och steg under augusti månad med hela 54%, om än från en låg bas. Noterbart är att Kinas tillkännagivna investeringar ökade med 91% på årsbasis under årets första 8 månader, den högsta tillväxten sedan 2019. Den 10 september besöker USAs president Joe Biden Vietnam för att diskutera ländernas samarbete. Under månaden börsnoterade det vietnamesiska konglomeratet **Vingroup** sin elbilstillverkare VinFast genom en SPAC-notering i USA (mindre än 1% free-float). Efter drygt tre års verksamhet förväntas bolaget under 2023 leverera knappt 50 000 bilar och kvalitetsomdömena har varit (snällt uttryckt) blandade. Bolaget bör i år omsätta max USD 200 miljoner och har blött pengar under flera års tid. Kapitalbehovet var sannolikt skälet till att Vingroup tvingades sälja sin lovande mathandelskedja till Masan Group. Som högst under månaden nådde VinFast en värdering på närmare USD 200 mdr för att vid utgången av augusti vara värderade till ca USD 80 mdr. Som jämförelse kan nämnas kinesiska BYD som tillverkar drygt 3 miljoner fordon, omsätter USD 23 mdr och är lönsamma värderas till knappt USD 100 mdr. Vi ska inte ens gå in på komplexiteten att lyckas som sen aktör i en kapitalintensiv bransch som alltmer liknar ett getingbo. Vi trodde den här typen av galna SPAC-historier tillhörde det förgångna och är förvånade över att de fortfarande upprepas. Förlorarna är tyvärr ofta småsparare som dras in i spekulationshärvor.



Källa: Unsplash, Vietnam

Pakistan föll 8% under månaden efter den kraftiga uppgången under juli. Under augusti överlämnade sittande regering makten till en interimregering (på pappret en politiskt neutral konstellation med uppgift att sköta landet fram till valet). Relativt omedelbart framkom dock att man tänker sig att den tillfälliga regeringen ska sitta en bit in på 2024. Den officiella förklaringen är att man vill att valet skall baseras på den nyligen genomförda folkräkningen, där man påstår sig tekniskt inte vara redo. Beslutet har genererat en del kritik, primärt inom landet. Givet att det är arméchefen som nu tar de viktigaste mötena med utländska investerare så ser vi egentligen ingen praktisk skillnad. Lättnader av importrestriktioner innebar att landets bytesbalans återigen gled över till negativt territorium under augusti och även om inflationen föll till 27% (från 28% i juli) så förblir det ekonomiska läget besvärligt. Valutan försvagades ytterligare 6% under månaden givet ökad import och då en marknadsprissatt valuta är en del av överenskommelsen med IMF. En positiv överraskning var att Pakistans landvikt i MSCI Frontier Index under månaden ökade från 0,6% till 2,9%. Detta sker p.g.a. förändringar i MSCIs metodologi att beräkna indexvikter där större fokus läggs på likviditet, snarare än börsvärde. Vi tycker det är ett klokt beslut och för Pakistan innebär det att mer indexnära investerare får svårare att ignorera marknaden som förblir historiskt lågt värderad (KSE100 index värderas till P/E 3,7x på förväntade vinster för helåret 2023).



Källa: Unsplash, Sri Lanka

Sri Lanka steg 7,2% under månaden. Centralbanken pausade sina räntesänkningar trots att inflationen föll ytterligare till 4% på årsbasis under augusti. Pågående diskussioner kring privatisering av ett antal statliga bolag emottogs positivt, samtidigt som vi fortsatt väntar på resultat från de pågående diskussionerna med privata ägare av USD-denominerade obligationer.

Utsikter framåt

Vi har haft ett skakigt år bakom oss där flera av våra traditionella kärnmarknader haft det svårt och vår stock-picking på de största marknaderna (Vietnam och Pakistan) inte skyddat oss. Det påminner mycket om perioden våren 2018 fram till sommaren 2019. Om man arbetar med en långsiktig investeringshorisont med hög aktiv andel är år som 2023 ofrånkomliga då och då. Vår genomsnittliga årliga överavkastning, efter avgifter, skatter och alla övriga kostnader, ligger på ca 4% per år sedan starten för drygt 10 år sedan. Det är ett acceptabelt mervärde till våra andelsägare i våra ögon, men vi hoppas förstås att vi åter kan öka detta gap framöver.

Rubrikerna på våra marknader förblir i flertalet fall ganska bedrövliga men som investerare bör man komma ihåg att aktiemarknader är framåtblickande. Det skick aktiemarknaderna befinner sig i idag tenderar att reflektera realiteten ca 6 månader senare och vi ser ej att våra marknader kommer vara i sämre skick om 6 månader än de är idag. Värderingarna förbli låga med en genomsnittlig värdering för portföljen på P/E 7,6x 2023 års förväntade vinster och 6,5x för 2024. Exakt samma portfölj (proforma) värderades 2020 till 10,6x årsvinsten. Det reflekterar den oro våra marknader gått igenom men signalerar också att enbart ett något mindre pessimistiskt investeringsklimat kan ge en ganska bta återhämtning, samtidigt som det ger ett betydande skydd i det fall det globala investeringsklimatet försämras ytterligare.

FIGUR 1: P/E-TAL FÖR VÅRA LANDPORTFÖLJER OCH FONDEN SOM HELHET

	2020	2021	2022	2023P	2024P
Botswana	2.0	3.7	4.3	3.9	3.4
Bangladesh	14.4	11.6	10.1	9.5	8.6
Egypten	10.5	7.8	5.4	7.6	4.8
Indonesien	9.5	6.4	8.4	8.1	6.8
Kazakhstan	20.8	22.4	10.8	9.6	7.7
Marocko	51.6	42.5	31.1	28.8	25.5
Nigeria	3.9	3.3	3.0	2.7	2.3
Filippinerna	16.7	18.6	15.4	14.0	12.5
Pakistan	7.7	7.8	5.9	3.7	3.6
Sri Lanka	16.8	9.2	7.4	6.5	5.6
Vietnam	19.8	23.1	16.2	16.3	12.9
Fonden	10.6	9.8	8.2	7.6	6.5

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder AB



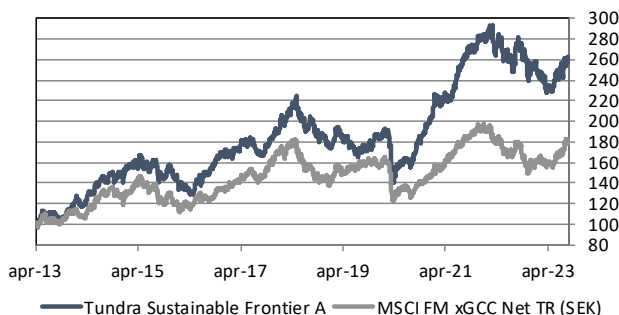
OM FONDEN

Tundra Sustainable Frontier Fund investerar huvudsakligen i världens nya tillväxtmarknader såsom Vietnam, Bangladesh, Sri Lanka, Pakistan, Egypten och Nigeria. Befolkningstillväxt, urbanisering, infrastrukturinvesteringar, en framväxande medelklass och demokratisering utvecklar dessa länder i snabb takt. Merparten utländska investerare har dock ännu inte upptäckt dessa nya aktiemarknader. Hållbarhetsaspekter är en viktig komponent i förvaltningen där varje portföljbolag måste leva upp till FN:s krav på mänskliga rättigheter, miljö, arbetsförhållanden och korruption. Fonden investerar inte i bolag med verksamhet inom sektorerna alkohol, kommersiell spelverksamhet, pornografi, tobak eller vapen., eller som är involverade i utvinning av fossila bränslen eller produktion där råvaran till stor del består av fossila bränslen. Tundra är en av få förvaltare i världen med ett dedikerat analysteam fokuserat på hållbarhetsfrågor på de nya tillväxtmarknaderna. Fonden förvaltas enligt Tundras filosofi om aktiva aktieval och investeringsteamet innefattar Tundras lokala analyskontor i Asien. Läs om den senaste utvecklingen [här](#).

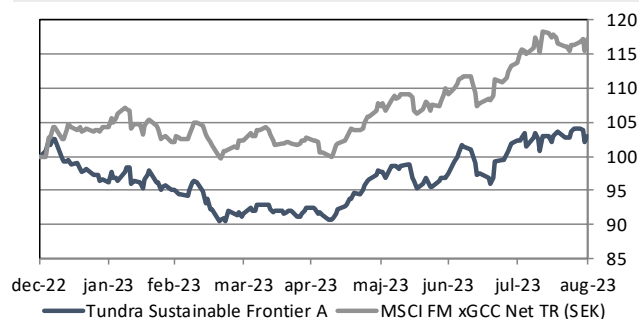
UTVECKLING

	NAV (SEK)	1 MÅN	1 ÅR	12 MÅN	3 ÅR	START
Tundra Sustainable Frontier A	259,85	0,7%	3,0%	-6,8%	54,4%	159,9%
Jämförelseindex	7 310,19	3,0%	17,1%	1,3%	35,6%	81,4%

FONDEN VS JMF-INDEX (SEDAN START)



FONDEN VS JMF-INDEX (1 ÅR)



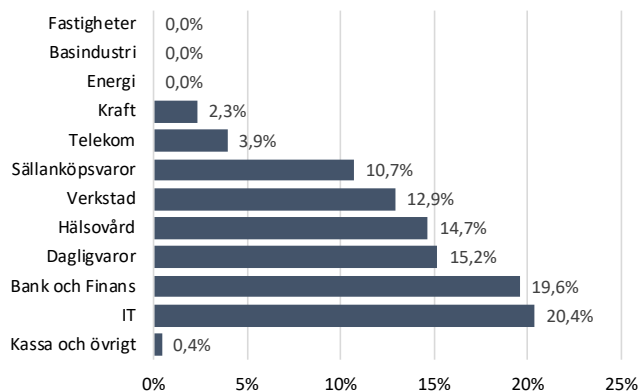
FONDENS MÅNADSUTVECKLING

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	I år
2013				3,0%	8,7%	-4,4%	3,8%	-4,0%	-1,7%	3,1%	5,3%	2,3%	16,2%
2014	5,5%	-4,0%	5,0%	5,2%	6,0%	1,5%	4,2%	-1,6%	4,1%	-1,1%	-0,3%	2,5%	29,8%
2015	3,2%	0,7%	0,5%	0,9%	-0,1%	-3,6%	2,0%	-3,5%	-4,2%	5,5%	-0,4%	-4,8%	-4,2%
2016	-3,7%	-2,9%	-3,8%	0,1%	8,5%	1,9%	3,7%	4,1%	2,4%	3,7%	1,5%	-1,3%	14,3%
2017	-0,9%	5,3%	1,9%	1,3%	0,7%	-1,3%	-4,4%	-1,0%	5,6%	2,9%	4,1%	-0,4%	14,1%
2018	5,2%	4,1%	3,2%	3,4%	-7,2%	-0,6%	-4,4%	2,9%	-4,5%	-1,1%	-3,2%	-5,2%	-7,9%
2019	4,2%	3,7%	-1,6%	-0,2%	-3,2%	-5,3%	2,1%	2,4%	-0,4%	-0,1%	6,8%	-2,7%	5,2%
2020	3,6%	-5,9%	-20,7%	10,3%	2,6%	2,0%	-3,8%	7,4%	8,2%	3,4%	5,0%	3,7%	12,3%
2021	5,9%	0,9%	3,7%	-2,6%	5,1%	6,9%	2,8%	2,6%	3,6%	-0,9%	4,7%	-0,1%	37,3%
2022	2,0%	-0,3%	-6,5%	5,3%	-5,0%	-2,3%	-4,2%	11,4%	-4,1%	-2,9%	-1,9%	-1,0%	-10,3%
2023	-2,3%	-2,7%	-3,8%	1,1%	5,6%	-0,2%	4,9%	0,7%					3,0%

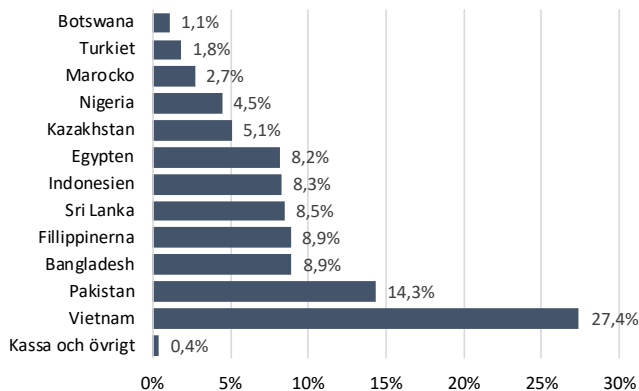
Källa: Bloomberg, MSCI, Tundra Fonder

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 p.g.a. fondens sammansättning och de förvaltningsmetoder fondbolaget använder. Informationsbroschyr, årsredovisning, halvårsredogörelse, faktablad och övrig information finns på vår hemsida. Se fullständig disclaimer på www.tundrafonder.se.

SEKTORFÖRDELNING



LANDFÖRDELNING



STÖRSTA INNEHAV	VKT	LAND	P/E 23E	P/E 24E	DIREKT- AVKAST.	AVKAST. 1M (SEK)
FPT Corp	9,7%	Vietnam	20,6	16,8	2,2%	17,1%
Ree	8,0%	Vietnam	10,0	9,2	2,1%	-3,9%
Square Phar Ltd-Ord	7,6%	Bangladesh	9,6	8,4	-	4,7%
Systems Ltd	6,1%	Pakistan	9,8	8,4	2,3%	-6,2%
Jsc Kaspi.Kz	5,1%	Kazakhstan	11,4	9,2	6,7%	17,7%
Century Pacific Food	4,7%	Fillippinerna	17,5	15,1	1,5%	4,8%
Medikaloka Hermina TBK	4,4%	Indonesien	39,7	31,2	0,3%	-3,3%
Media Nusantara	3,9%	Indonesien	4,1	3,5	1,1%	-14,0%
Airports Corp Of Vietnam	3,9%	Vietnam	21,9	18,2	1,2%	-4,4%
GB Corp	3,7%	Egypten	5,6	3,2	4,1%	-2,8%

BÄSTA AKTIER I AUGUSTI	AVKASTNING (SEK)	SÄMSTA AKTIER I AUGUSTI	AVKASTNING (SEK)
Letshego Holdings Ltd	23,3%	AGP Limited	-22,4%
Jsc Kaspi.Kz	17,7%	National Bank of Pakistan	-16,7%
FPT Corp	17,1%	Logo Yazilim	-14,1%
Asiri Hospitals	14,5%	Media Nusantara	-14,0%
Windforce Ltd	13,9%	Meezan Bank Ltd	-11,1%

FAKTA

Startdatum	2013-04-02
Startkurs	100,00
Kursnotering	Dagligen
Förvaltare	Tundra Fonder AB
Jämförelseindex	MSCI FM xGCC Net TR (SEK)
Bankkonto	SEB 5851-10 78355
ISIN kod	SE0004211282
PPM nr	861229
Bloomberg	TUNDFRO SS
Andelsklasser, valuta	SEK, USD, EUR, NOK
Förvaltad kapital	1972,4 MSEK

RISKER OCH KOSTNADER*

Aktiv risk (Tracking error)	10,6%
Aktiv andel (Active share)	88,7%
Standardavvikelse	14,2%
Standardavvikelse, jmf-index	12,0%
Beta	0,81
Information ratio	-0,01
Antal innehav	37
Risiknivå	5 av 7 (se KIID för mer info)
Förvaltningsavgift/år	2,5%
Utdelning	Ingen utdelning
EU SFDR Klassificering	Artikel 8

* Risknyckeltal beräknade på månadsavkastning under 24 månader rullande.

Källa: Bloomberg, MSCI, Tundra Fonder

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 p.g.a. fondens sammansättning och de förvaltningsmetoder fondbolaget använder. Informationsbroschüren, årsredovisning, halvårsredogörelse, faktablad och övrig information finns på vår hemsida. Se fullständig disclaimer på www.tundrafonder.se.

VIKTIG INFORMATION

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, faktablad och övrig information finns på
<http://www.tundrafonder.se/kopasalja/> och årsredovisning och halvårsredogörelse finns på
<http://www.tundrafonder.se/nyheter-analys/arsredovisningar/>.

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: 08-5511 4570.