

TUNDRA SUSTAINABLE FRONTIER FUND

MÅNADSBREV
OKTOBER 2023



TUNDRA
FONDER

PAKISTAN RUSADE UNDER EN SVAG BÖRSMÅNAD

Fonden föll 1,4% under månaden, jämfört med MSCI FMxGCC Net TR (SEK) som föll 4% och MSCI EM Net TR (SEK) som föll 1,7%. Störst absolut bidrag (+2,5% portföljbidrag) erhöles från Pakistan där såväl marknaden som vår delportfölj steg 17%. Näst bäst bidrag erhöles från Indonesien (+0,8% portföljbidrag) där vårt största innehav, Hermina Hospitals, steg 16% efter en stark delårsrapport där även tillväxt- och marginalmålen skruvades upp för kommande år. Vi erhöles även ett positivt bidrag från Egypten (+0,6% portföljbidrag) där återhämtningen fortsatte, trots oroligheterna på Gazaremsan. Störst negativt bidrag under månaden (-3,6% portföljbidrag) kom från Vietnam där vår delportfölj föll 14%, vilket var i linje med marknadsutvecklingen.



Källa: Unsplash, Vietnam

Pakistans uppgång under månaden kan förklaras av minskande politisk och ekonomisk osäkerhet. Det mesta tyder just nu på att den nya regeringen kommer ledas av PML-N med återvändande Nawaz Sharif som premiärminister. Valdatum är satt till 11 februari 2024. Även om Sharifs återkomst sannolikt minimerar sannolikheten för långtgående reformer så innebär det en välbekant miljö för företagen från de senaste 10 åren. Marknaden anar också att toppen på inflationscykeln för denna gång har passerats. Inflationen för oktober kom in på knappt 27%, jämfört med toppen på 38% i maj. Konsensus på marknaden är att inflationen faller till mellan 14–17% vid slutet av 2024 och att styrräntan sänks med 500-600 punkter från nuvarande mycket höga 22%. Om ingen ytterligare oväntad chock inträffar går vi således in i 2024 med förväntningar om någon form av politisk stabilitet och fallande räntor.

Under oktober satte marknaden (KSE100 index) faktiskt nytt all-time-high (i lokal valuta) och passerade därmed den tidigare toppen från maj 2017. Givet den pakistanska rupeens kraftiga försvagning de senaste 6 åren är dock aktiemarknaden ned över 60% räknat i amerikanska dollar. Under samma period har börsbolagens vinster ökat 200% i lokal valuta och 25% i USD. Värderingen i maj 2017 var P/E 12x och idag är den således 4x. När vi lyft fram Pakistan som aktiemarknad har det aldrig handlat om hur välskött landet är. Caset har alltid varit förekomsten av ett stort antal mycket välskötta bolag som genom decennier lärt sig hantera svåra lokala förutsättningar. Utländska investerare har alltid underskattat motståndskraften bolagen uppvisar i sämre tider. En top-down strategi (en analys som utgår från övergripande makroekonomiska förutsättningar) måste inkludera effekterna på bolagsnivå. Det faktum att detta i realiteten sällan görs förklarar stora delar av svängningar på mindre tillväxtmarknader. Aktiemarknader styrs på lång sikt av vinstutvecklingen (rent teoretiskt av kassaflödesutvecklingen). Pakistan har de senaste 6 åren gått igenom den värsta kris landet sett de senaste 30 åren. Investerares värsta mardröm skulle man kunna säga. Facit? Bolagsvinsterna i USD har ökat 25%. Det genomsnittliga P/E-talet de senaste tio åren är 8,7x årsvinsten, jämfört med 3,7x i nuläget. Vi tror förutsättningarna är goda för att landet nu går in i en period där aktiemarknaden gradvis letar sig tillbaka till sina historiska multiplar.

I föregående månadsbrev (läs här: <https://t.co/k7NHu34TaG>) diskuterade vi mer ingående varför det just nu skakar på börsen i framgångssagan Vietnam. God tillgång till kapital och snabb kreditexpansion har inneburit att såväl befolkningen som företagen är i behov av lägre räntor. Samtidigt har centralbanken svårt att tillgodose detta önskemål eftersom det riskerar försvaga valutatan. Få centralbanker i världen är just nu mer intresserade av den amerikanska centralbankens agerande än Vietnam. Vietnams flaggskeppskonglomerat VinGroup omgärdas av rykten om finansieringsproblem i sitt prestigeprojekt VinFast, och även andra bolag med någon form av omfinanseringsbehov dras med i oron. Konsumentbolag tyngs av vietnamesiska konsumenters försiktighet i denna miljö. Av vår vietnamesiska delporfölj utgör konsumentbolag (Mobile World & Masan Group) knappt 20% (4,5% av hela fondens förvaltade kapital). Båda dessa bolag föll mer än 20% under månaden inför förväntat svaga Q3 rapporter.



Källa: Unsplash, Vietnam

Oroligheterna på Gazaremsan skapade inledningsvis oro på världens börser men efter relativt modesta reaktioner i grannländerna lugnade marknaderna sig. Marknadens worst-case scenario är att fler länder ger sig in i kriget, något som skulle kunna innebära kraftigt högre oljepriser. Det faktum att oljepriserna faktiskt sjönk under månaden får ses som en indikation om att sannolikheten för detta förblir låg.



Källa: Unsplash, Vietnam

Tillväxtmarknader fick aldrig åtnjuta de extremt låga räntor som introducerades i USA och Europa efter den globala finanskrisen. Från april 2009 så gynnades utvecklade aktiemarknader under drygt 13 år av i princip nollränta. Ett experiment i modern penningmarknadspolitik som fick ett abrupt slut 2022 men som var högst bidragande till att utvecklade marknader, med USA i spetsen, överavkastade gentemot tillväxtmarknader det senaste decenniet. Tillväxtmarknader har levt under andra förutsättningar. De extremt låga räntorna i Europa och USA innebar att utländskt kapital letade sig hem till "säkra hamnar". Centralbankerna på tillväxtmarknader har under samma period fortsatt agera enligt en traditionell penningpolitik där räntan använts som styrinstrument för att styra inflationsförväntningarna. Utflödena av utländskt kapital har även inneburit att man tvingats hålla högre räntenivåer än man normalt skulle behöva för att hålla betalningsbalansen under kontroll. Man var aldrig i närheten av den miljö som präglade USA och Europa. Tillväxtmarknaderna var dessutom snabbare på att reagera när inflationen globalt började leta sig uppåt under 2021 och har i många fall behövt agera mer kraftigt för att bibehålla förtroendet hos investerare.

När vi nu går in i en period med avtagande inflation är det sannolikt att tillväxtmarknader igen kommer ligga lite före. Kina befinner sig redan i en fas av penningpolitiska stimulanser, Brasilien höjde första gången i mars 2021 men började sänka räntan i augusti. I mindre tillväxtmarknader som befunnit sig i kris kan rörelserna bli särskilt stora. Sri Lanka har sänkt styrräntan 550 punkter under 2023, Pakistan väntas följa efter under 2024 (marknaden väntar sig en sänkning med minst 500 punkter). Även räntorna på utvecklade marknader kommer komma ned igen, men det är dock sannolikt att bieffekterna från perioden 2009-2022 kommer finnas kvar i minnet hos världens centralbanker och det som väntar är sannolikt en period där det åter kommer kosta att låna pengar och utvecklade marknaders massiva fördel från det senaste decenniet kommer reduceras. Ett konkret sätt att uttrycka det är att det inte längre kommer vara värt att köpa en fastighet som avkastar 2% p.g.a. att du inte längre kan låna till 1%. Att tjäna pengar kommer bli lite svårare och det kan åter vara värt för investerare i utvecklade marknader att titta utanför sin hemmamarknad. Som synes i nedanstående tabell har de senaste tio föregående åren varit tuffa för tillväxtmarknader med få undantag (Indien och Taiwan). 2013-2022 var USA i princip det enda investerare behövde äga och S&P 500 utklassade tillväxtmarknader. Decenniet dessförinnan var rollerna ombytta och de allra bästa aktiemarknaderna återfanns bland de mindre tillväxtmarknaderna. Efter tio svaga år, avslutat med den värsta krisen mindre tillväxtmarknader sett på 30 år, och med förbättringar i sikte, bör en period med högre avkastning följa.

FIGUR 1: VÄRLDENS AKTIEMARKNADER ÖVER 20 ÅR (USD)

Kategori	Marknad	BB-kod	2003-2012	2013-2022	2003-2022
Utvecklade marknader	USA	SPX	6.9%	12.7%	9.8%
	MSCI World ex US	M1WOU	9.3%	5.2%	7.2%
	Tyskland	DAX	12.8%	4.1%	8.4%
	Japan	NKY	3.5%	11.8%	7.6%
Stora tillväxtmarknader	MSCI EM	M1EF	16.2%	1.4%	8.7%
	Kina	SHCOMP	9.9%	4.7%	7.2%
	Brasilien	IBOV	25.1%	-3.6%	9.9%
	Taiwan	TWSE	11.5%	9.5%	10.5%
	Sydkorea	KOSPI	15.6%	1.3%	8.3%
	Indien	SENSEX	19.5%	9.0%	14.1%
Mindre tillväxtmarknader & FM	MSCI FM	MX1FM	8.3%	3.3%	5.7%
	Indonesien	JCI	28.7%	2.0%	14.5%
	Filippinerna	PCOMP	26.2%	0.0%	12.3%
	Pakistan	KSE100	14.3%	0.1%	6.9%
	Bangladesh	M1BDIM	n.a.	5.5%	n.a.
	Sri Lanka	CSEALL	19.6%	-3.3%	7.5%
	Egypten	HERMES	22.6%	-2.9%	9.1%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder AB



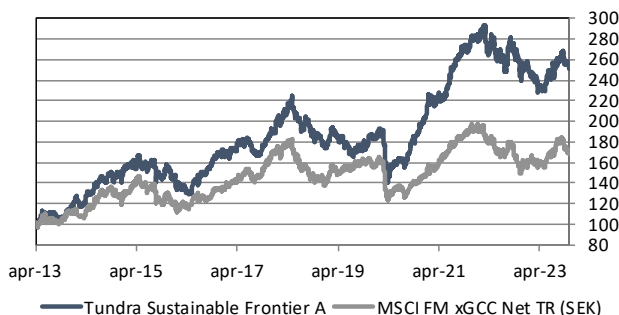
OM FONDEN

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](#).

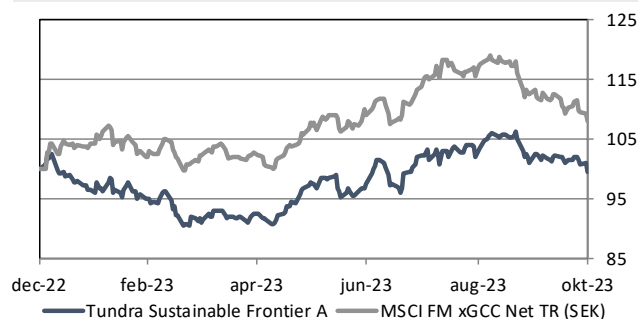
UTVECKLING

	NAV (SEK)	1 MÅN	1 ÅR	12 MÅN	3 ÅR	START
Tundra Sustainable Frontier A	251,31	-1,4%	-0,4%	-3,3%	33,4%	151,3%
Jämförelseindex	6 747,08	-4,0%	8,1%	5,6%	18,7%	67,4%

FONDEN VS JMF-INDEX (SEDAN START)



FONDEN VS JMF-INDEX (1 ÅR)



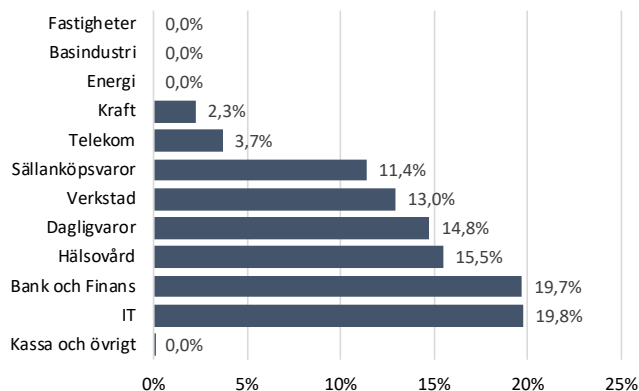
FONDENS MÅNADSUTVECKLING

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	1 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%	-1,9%	-1,4%			-0,4%

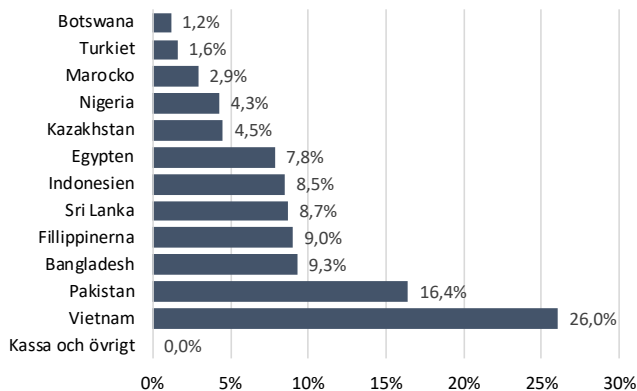
Källa: Bloomberg, MSCI, Tundra Fonder

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	8,8%	Vietnam	16,8	13,7	2,3%	-9,3%
Ree	8,3%	Vietnam	8,5	7,0	2,3%	-15,6%
Square Phar Ltd-Ord	7,9%	Bangladesh	9,7	8,6	5,1%	1,8%
Systems Ltd	6,5%	Pakistan	10,3	8,1	2,1%	9,6%
Medikaloka Hermina TBK	4,8%	Indonesien	48,9	38,3	0,3%	15,8%
Century Pacific Food	4,5%	Fillippinerna	17,9	15,7	1,5%	2,1%
Jsc Kaspi.Kz	4,5%	Kazakhstan	10,2	8,2	7,1%	-4,4%
Airports Corp Of Vietnam	3,7%	Vietnam	20,2	16,9	1,3%	-5,5%
Media Nusantara	3,7%	Indonesien	3,9	3,3	1,3%	1,1%
Meezan Bank Ltd	3,5%	Pakistan	3,3	3,1	10,4%	29,3%

BÄSTA AKTIER I OKTOBER	AVKASTNING (SEK)	SÄMSTA AKTIER I OKTOBER	AVKASTNING (SEK)
Meezan Bank Ltd	29,3%	Mobile World Investment Corp	-27,3%
AGP Limited	24,3%	Masan Group Corp	-22,6%
Interloop Ltd	19,0%	Logo Yazilim	-21,1%
Abbott Laboratories (Pak) Ltd	18,9%	Ree	-15,6%
Medikaloka Hermina TBK	15,8%	Asiri Hospitals	-12,5%

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	1918,8 MSEK

RISKER OCH KOSTNADER*

Aktiv risk (Tracking error)	10,7%
Aktiv andel (Active share)	90,9%
Standardavvikelse	14,0%
Standardavvikelse, jmf-index	12,3%
Beta	0,77
Information ratio	0,24
Antal innehav	38
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.