

TUNDRA SUSTAINABLE FRONTIER FUND

MÅNADSBREV
DECEMBER 2025

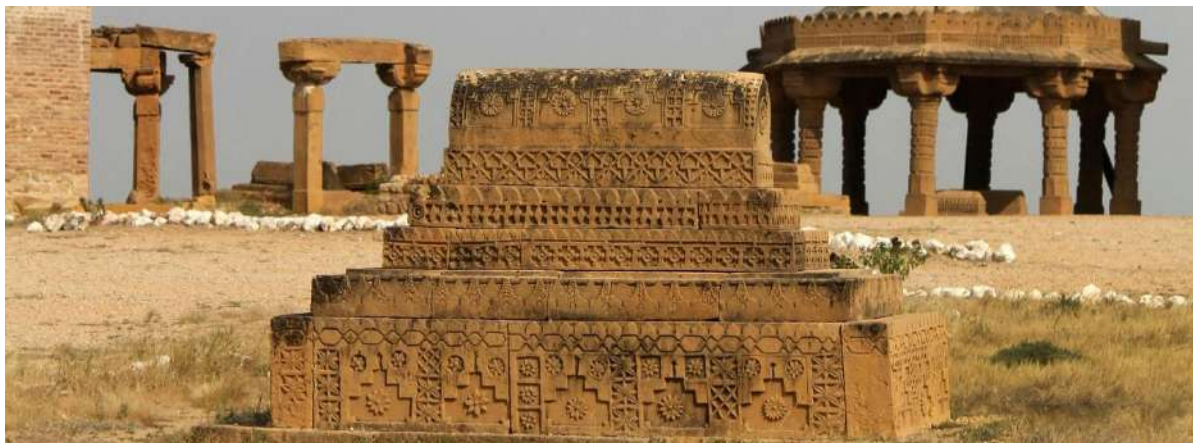


ETT MÄRKLIGT ÅR AVSLUTAS

Fonden föll 3,6% under månaden, jämfört med MSCI FMxGCC Net TR (SEK) som steg 1,6%, och MSCI EM Net TR (SEK) som var oförändrat. Dollarn försvagades närmare 3% gentemot den svenska kronan vilket förklarar merparten av den negativa avkastningen. Mätt i absolut avkastning bidrog Pakistan positivt (+0,2% absolut bidrag), och Egypten (+0,1%), medan Vietnam (-0,9%), Sri Lanka (-0,8%), och Bangladesh (-0,6%) gav de största negativa bidragen. Relativt index var det våra aktieval i Vietnam (-1,9% portföljbidrag relativt index), övervikt i Sri Lanka (-0,8%) undervikt i Rumänien (-0,6%), övervikt i Filippinerna (-0,6%), samt övervikt i Bangladesh (-0,6%) som bidrog mest negativt, medan vår undervikt i Marocko (+0,4%), samt övervikt i Egypten (+0,1%) marginellt lindrade relativavkastningen.

Bland enskilda positioner erhöles det enda relevanta positiva bidraget från pakistanska IT-konsulten Systems Ltd (9% av portföljen) som steg 6% efter tillkännagivandet av förvärvet av pakistanska branschkollegan Confiz. Förvärvet ökar Systems omsättning proforma med ca 10% på årsbasis och sker genom apportemission av 4% nya aktier. Största negativa bidraget erhöles från vietnamesiska energikonglomeratet REE Corp (5% av portföljen) som föll 8% på en annars stark vietnamesisk börs. Näst störst negativt bidrag erhöles från filippinska livsmedelskedjan Puregold (3% av portföljen) som föll 12% efter ett par månader av stark utveckling. Tredje största negativa bidraget erhöles från bangladeshiska Brac Bank (5% av portföljen) som föll 7% på en avvaktande bangladeshisk börs.

Under månaden viktade vi upp våra positioner i vietnamesiska IT-bolaget FPT Corp, och vietnamesiska hamnoperatören Gemadept, två aktier vi tror mycket på framöver.



Makli Necropolis, Pakistan. Källa: Unsplash

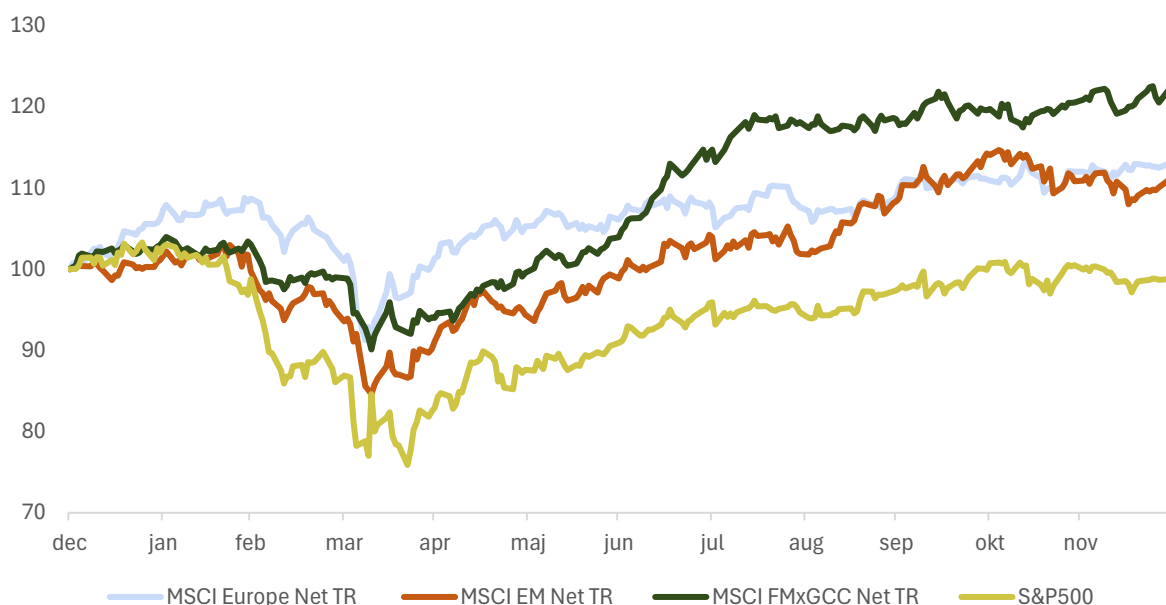
ÅRET SOM GICK OCH TANKAR INFÖR 2026

Det har varit ett ovanligt år, något vi diskuterat i ett antal månadsbrev. MSCI FMxGCC Net TR (SEK) steg hela 22,6% (47% (!) i USD). Men det har varit en selektiv uppgång, på vissa marknader extremt spekulativ i sin karaktär. Flera av de marknader där vi ser värden, t.ex. Bangladesh, Filippinerna, och Indonesien, uppvisade alla tvåsiffriga nedgångar i svenska kronor räknat. Vietnam har historiskt varit en av de marknader där vi utklassat index, men under 2025 var vår delportfölj ned 28% i en marknad som steg 37% (!). Vi konstaterar att 2025 blev vårt sämsta år någonsin relativt index, men när vi rannsakar vårt negativa alfa konstaterar vi att merparten härrör sig till, i våra ögon,

irrationella rörelser som vi förväntar oss korrigeras framöver.

Den geopolitiska oro som skapats under Trump har som väntat föranlett vissa omallokeringar globalt. Vi konstaterar att såväl Europa, tillväxtmarknader, som frontiermarknader under året överavkastat relativt S&P500 och uppgången i USA har blivit än smalare än tidigare där AI-temat under året dominerade rubrikerna.

FIGUR 1: MSCI EUROPE NET TR, MSCI EM NET TR, MSCI FM NET TR, S&P500 (SEK)



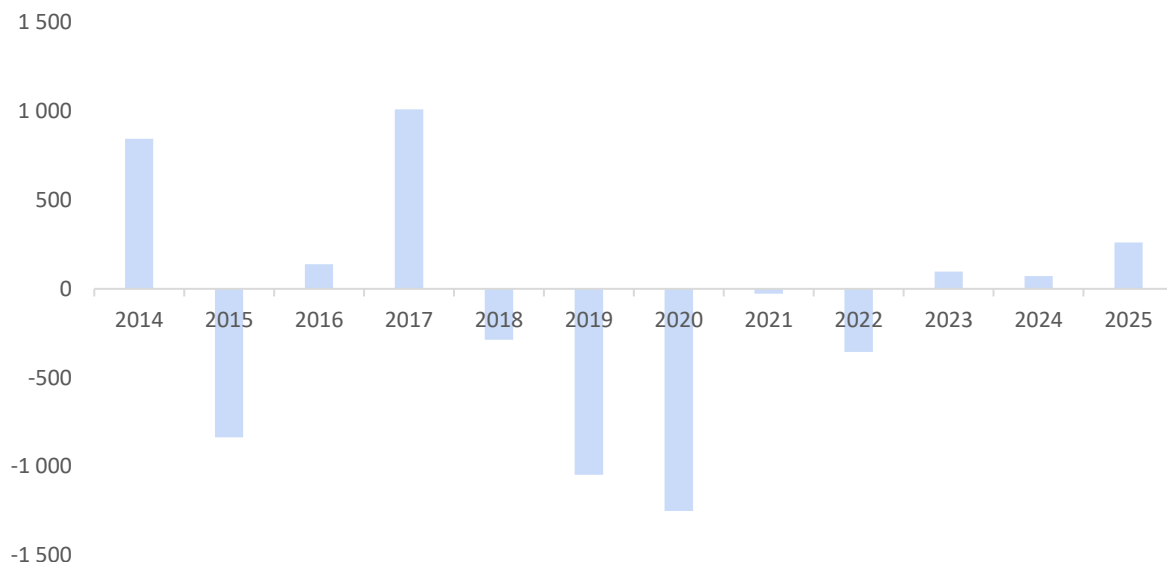
Källa: Bloomberg

De första omallokeringarna skedde sannolikt utifrån riskminimering, något som innebar att mindre, mer riskfyllda, och mer geografiskt avlägsna tillväxt- och frontiermarknader ignorerats. På de av våra marknader där utländska flöden på aktiemarknaden mäts (t.ex. Pakistan, Sri Lanka, Vietnam, och Filippinerna) har vi i stället sett relativt stora utflöden under 2025. Utifrån flöden till frontierfonder konstaterar vi att dessa varit marginellt positiva för tredje året i rad. Det har dock långt ifrån varit någon rusning, liknande de vi såg 2014 och 2017.



Golden Bridge, Da Nang, Vietnam. Källa: Unsplash

FIGUR 2: ESTIMERADE FLÖDEN TILL FRONTIERFONDER* (MUSD)



Källa: Bloomberg; * Flödena är ett estimat baserat på de 16 ledande frontierfonderna och inkluderar ej eventuella mandat

FIGUR 3: ACKUMULERADE FLÖDEN FRONTIERFONDER* (MUSD)



Källa: Bloomberg; * Flödena är ett estimat baserat på de 16 ledande frontierfonderna och inkluderar ej eventuella mandat

Vi har i våra månadsbrev kontinuerligt diskuterat de förbättrade utsikterna för våra marknader. Den kris våra marknader gick igenom i olika faser under åren 2021-2024 har skapat förutsättningar för en längre period med relativ stabilitet. Vi konstaterar ett nyktert krismedvetande bland företagen vilket underlättat nödvändiga åtstramningar och även delvis förändrat beteende. Vi konstaterar att centralbankscheferna på våra marknader anammat en konservativ linje med signifikanta realräntor (4-7%), och inflationstrycket är fortsatt avtagande. Liksom efter Asien- och Rubelkrisen 1997-98 befinner vi oss sannolikt tidigt i en period där valutorna kommer försvagas mindre än det historiska

genomsnittet. Sannolikheten för större och plötsliga valutakursrörelser kommer vara låg samtidigt som den underliggande vinsttillväxten i lokal valuta förblir god givet ett attraktivt kostnadsläge. Merparten av våra länders valutor följer den amerikanska dollarn väl vilket innebär att årets depreciering mot euron om 13% skapat ytterligare konkurrenskraft globalt. Det absolut viktigaste för att långsiktigt attrahera utländska investerare är en längre period av uppvisad stabilitet. Vi tror vi kan stå inför en sådan.

Vi ser också förtroendeingivande förbättringar på en del av våra större marknader. I **Pakistan** genomförs nu privatiseringen av Pakistan International Airlines (PIA), ett notoriskt förlustdrivande flygbolag som ironiskt nog på 70-talet hjälpte till att starta Emirates. Detta är en privatisering man talat om i Pakistan de senaste 15 åren och som nu slutligen sker. På samma sätt ter det sig nu sannolikt att gruvprojektet Reko Diq i norra delarna av Pakistans provins Baluchistan blir av. Det är en av världens största kopparfyndigheter som de kommande åren sätts i drift med hjälp av utländska och lokala investerare. Båda projekten har möjliggjorts av den nyfunna politiska stabiliteten där militären garanterar såväl säkerhet, som långsiktigheten i de politiska besluten. Utifrån våra intryck på plats konstaterar vi därtill ökad lokalisering, allt från energiimport (förnybar energi, och lokal produktion av kol) till mer avancerad tillverkningsindustri. Från extrema värderingsnivåer har nu aktiemarknaden återhämtat sig till sitt historiska genomsnitt. Man ska dock komma ihåg att en genomsnittlig värdering innebär att man befinner sig vid en mätpunkt där summan av avvikelserna mot genomsnittet är lika stor på såväl uppsidan, som nedsidan. Efter närmare 20 år med den pakistanska aktiemarknaden bär det emot att vara för optimistisk, men när vi väger in det vi ser och kombinerar detta med utsikterna för våra portföljbolag så konstaterar vi att det mest troliga scenariot är att vi har en period framför oss med fortsatt konstruktiv aktiemarknad där vinsttillväxten avgör kursutvecklingen.



Kel Kashmir, Pakistan. Källa: Unsplash

Massiva utländska utflöden från den vietnamesiska aktiemarknaden under 2025 innebär att flera av kvalitetsbolagen nått mycket attraktiva värderingar och vi har gradvis återtagit de positioner vi avyttrade under slutet av 2024. **Vietnam** drabbades, framförallt sentimentsmässigt, oerhört hårt av tarifforn i början av året och högre räntor i USA under åren 2022–2024 skapade viss press på den lokala valutan då utländska företag på plats i ökad utsträckning skickade hem kapital. Landet förblir känsligt för handelsrelaterade störningar, men förblir också den av våra marknader som utvecklas

snabbast mot en etablerad tillväxtmarknad. Den överlägsna likviditeten innebär att det blir betydligt enklare för globala investerare att positionera sig.

Sri Lanka följer det scenario vi förväntat oss. Dvs politisk och makroekonomisk stabilitet, och gradvis förbättrade förutsättningar för de börsnoterade bolagen. Dess unika fördelar inom serviceindustrin, inte minst turistindustrin, kommer understödja betalningsbalansen och ett förbättrat företagsklimat bör medge god stabilitet under en överskådlig framtid.

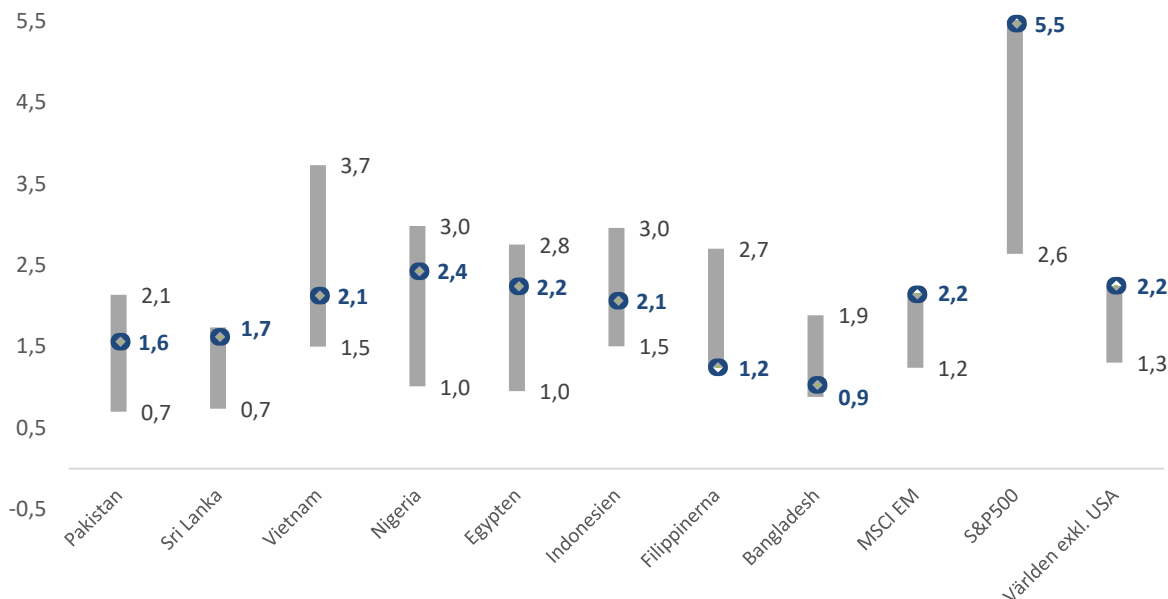
Egypten och Bangladesh får anses vara "dark horses" under 2026. I **Egyptens** fall förblir osäkerheten fortsatt huruvida militärstyret kommer tillåta en normal marknadsekonomi, med en marknadsstyrd valuta. Den kraftiga devalveringen under 2024, förbättrade turismintäkter, en viss geopolitisk stabilisering i regionen, och bilaterala utvecklingsprojekt med GCC-länderna indikerar dock en period av ett mer normalt investeringsklimat. Det är vidare den av våra marknader där centralbanken sannolikt har mest utrymme till penningunderlättnader (realränta om 7%), samtidigt som värderingarna förblir låga. **Bangladesh** gick in i krisen mycket senare än Pakistan och Sri Lanka och kan i bästa fall vara i fasen dessa marknader befann sig i för två år sedan. Den politiska revolutionen i juli 2024 skakade om marknaden. Interimsregeringen med f.d. nobelpristagaren Muhammad Yunus som interimschef har till stora delar gjort ett gott jobb, och inlett en nödvändig omstrukturering av banksektorn. Val ska hållas i februari och detta föregås av viss osäkerhet där de två största partierna kommer vara tidigare oppositionspartiet BNP och Jamaat-e-Islami, medan tidigare regeringspartiet Awami League ej tillåts delta. Bankomstruktureringen har sannolikt stört en del av de lokala flödena till aktiemarknaden (historiskt ca 95% lokala investerare). Utifrån uttalanden från såväl BNP som Jamaat-e-Islami så bör osäkerheten minska efter valet, vilket bör rendera i en välförtjänt omvärdering.

FIGUR 4: P/E-VÄRDERINGAR RELATIVT 10-ÅRS GENOMSnitt



Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

FIGUR 5: P/EK-VÄRDERINGAR RELATIVT 10-ÅRS GENOMSNITT



Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

I skrivande stund har USA (tillfälligt?) tagit över Venezuela och rubrikerna i dagstidningar handlar nu huruvida man kommer ha möjlighet att tvinga sig till Grönland från Danmark. Det för tankarna till Thucydides citat: "De starka gör vad de kan, och de svaga får lida vad de måste". I stunder som dessa är det lätt att extrapolera skeendet till något som blir ganska mörkt. Den enklaste av påminnelser är att Trump nu är 80 år (vs 76 år genomsnittlig livslängd för amerikanska män). Vad skulle hända i USA om Trump plötsligt försvann? Skulle det finnas någon tillräckligt karismatisk, med samma förmåga att utöva skrämseltaktik, och samtidigt samla en betydande väljarkår? Vi ställer oss tveksamma till det. Med detta vill vi säga att läget i världen kan förändras snabbt och att det kan vara klokt att vara beredd på ytterligare förändringar.

Det råder vidare en febril aktivitet på riskkapitalmarknaden där det man absolut inte får missa är AI-tåget. Vi har inga som helst tvivel att utvecklingen av AI kommer innebära ett gigantiskt hopp framåt i världens utvecklingskurva, i termer av generella produktivitetsförbättringar. Vi arbetar i vår egen verksamhet med egna modeller där vi effektiviserar monotona administrationsuppgifter. En helt separat fråga är dock hur många av de bolag som attraherat miljardbelopp de senaste åren som kommer leverera tillbaka ett större värde till sina aktieägare? Ett fantastiskt spännande område men även här bör en gnutta sunt förnuft, och diversifieringstänk komma in i bilden.

Tundra Sustainable Frontier Fund skapades för att ge exponering mot världens idag största befolkningsgrupp, de människor som bor i låginkomstländer och lägre-medelklass-länder. De utgör 50% av världens befolkning idag, och om knappt 50 år så kommer de utgöra 67%. I slutändan ska nya produkter och tjänster konsumeras, och det behöver ske sida vid sida med andra essentiella produkter och tjänster såsom livsmedel och hälsovård. Infrastruktur såsom vägar, kraftgenerering, och skolor kommer behöva byggas. Alla behöver inkluderas finansiellt, merparten digitalt. Vi startade vår fond för att ge långsiktig exponering mot denna utveckling, och den kommer ej

nämnvärt påverkas av oväntade maktskiften eller tekniska framsteg. När vi talar om behovet att diversifiera en del i globala portföljer givet det senaste decenniets utveckling så känns våra marknader som ett ytterst naturligt val att allokera en del av sitt kapital till.

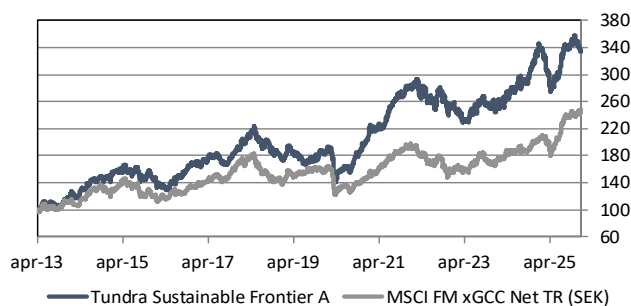


OM FONDEN

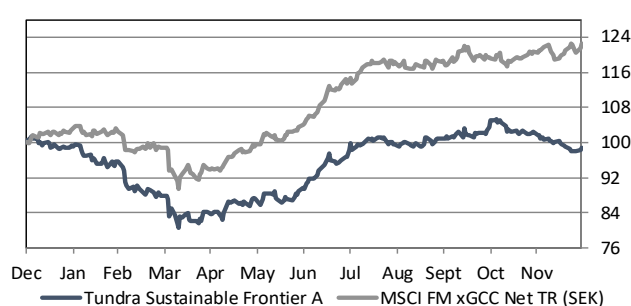
Tundra Sustainable Frontier Fund investerar huvudsakligen i världens nya tillväxtmarknader såsom Vietnam, Bangladesh, Sri Lanka, Pakistan, Egypten och Nigeria. Befolkningstillväxt, urbanisering, infrastrukturinvesteringar, en framväxande medelklass och demokratisering utvecklar dessa länder i snabb takt. 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	335,87	-3,6%	-1,3%	-1,3%	33,1%	235,9%
Jämförelseindex	9 983,67	1,6%	22,6%	22,6%	60,0%	147,8%

FONDEN VS JMF-INDEX (SEDAN START)



FONDEN VS JMF-INDEX (1 ÅR)



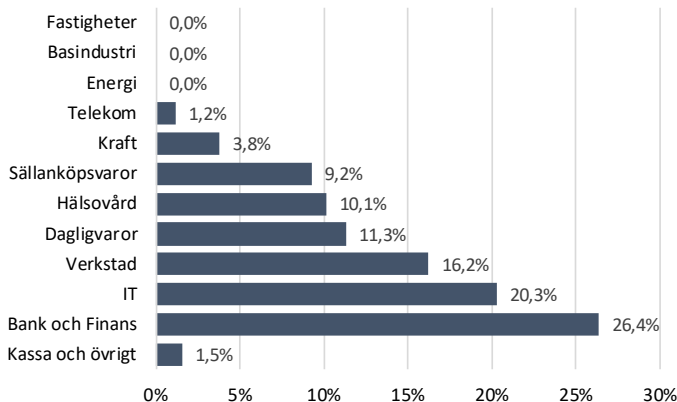
FONDENS MÅNADSUTVECKLING

	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%	2,0%	-3,7%	-2,2%
2024	0,7%	3,7%	6,6%	-0,8%	1,5%	2,7%	3,0%	0,1%	-1,6%	7,8%	4,1%	5,2%	37,8%
2025	-0,5%	-3,9%	-8,1%	-4,8%	4,2%	2,7%	11,4%	-0,3%	1,4%	4,2%	-2,6%	-3,6%	-1,3%

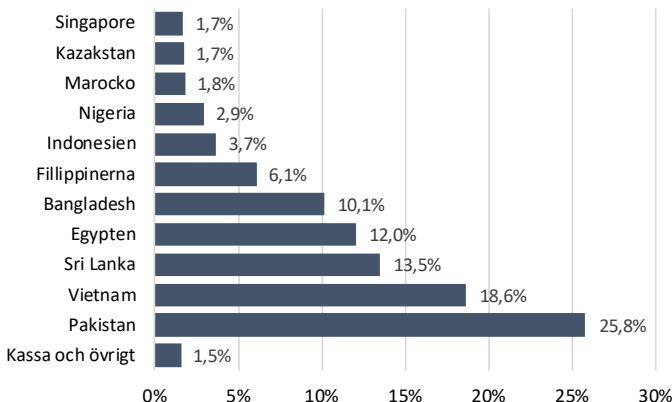
Källa: Bloomberg, MSCI, Tundra Fonder

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.

SEKTORFÖRDELNING



LANDFÖRDELNING



STÖRSTA INNEHAV

	VIKT	LAND	P/E 25E	P/E 26E	DIREKT-AVKAST.	AVKAST. 1M (SEK)
Systems Ltd	9,4%	Pakistan	21,9	15,4	0,9%	5,9%
Meezan Bank Ltd	8,4%	Pakistan	9,1	8,5	6,3%	-2,1%
FPT Corp	7,1%	Vietnam	18,4	16,0	2,2%	-1,9%
Ree	5,4%	Vietnam	14,0	12,8	1,5%	-8,3%
BRAC Bank Ltd	5,1%	Bangladesh	8,0	6,2	3,2%	-6,9%
GB Corp	4,6%	Egypten	9,8	7,2	1,7%	-2,0%
Gemadept Corp	4,2%	Vietnam	17,1	15,4	3,3%	-5,6%
Windforce Ltd	3,8%	Sri Lanka	28,8	27,1	2,6%	-7,0%
Commercial Intl Bank	3,8%	Egypten	4,7	5,4	4,2%	1,9%
Square Phar Ltd-Ord	3,6%	Bangladesh	7,0	6,2	5,8%	-5,9%

BÄSTA AKTIER I DECEMBER

Beximco Pharmaceutical GDR
Juhayna Food Ind
Systems Ltd
AGP Limited
Guaranty Trust Holding

AVKASTNING (SEK)

SÄMSTA AKTIER I DECEMBER

AVKASTNING (SEK)

10,8%	Puregold Price Club	-12,2%
6,0%	Stanbic IBTC Holdings Plc	-10,9%
5,9%	Grab Holdings Ltd	-9,4%
4,2%	Ceylinco Insurance-Non Voting	-9,1%
2,6%	Airports Corp Of Vietnam	-8,6%

FONDFAKTA

Startdatum	2013-04-02
Startkurs	100,00
Kursnotering	Dagligen
Förvaltare	Tundra Fonder AB
Jämförelseindex	MSCI FMxGCC Net TR (SEK)
Bankkonto	SEB 5851-10 78355
ISIN kod	SE0004211282
PPM nr	861229
Bloomberg	TUNDFRO SS
Andelsklasser, valuta	SEK, USD, EUR, NOK
Förvaltat kapital	2560,7 MSEK

RISKER OCH KOSTNADER*

Aktiv risk (Tracking error)	9,5%
Aktiv andel (Active share)	81,3%
Standardavvikelse	14,8%
Standardavvikelse, jmf-index	11,7%
Beta	0,97
Information ratio	-0,63
Antal innehav	38
Riskenivå	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 välkommen att ringa oss på telefonnummer: 08-5511 4570.