

TUNDRA SUSTAINABLE FRONTIER FUND

NÄSTA GENERATIONS TILLVÄXTLÄNDER



Uber



BAJAJ
AR-SP

INNEHÅLL

INTRODUKTION	03
VAD ÄR EN FRONTIERMARKNAD?	04
TUNDRAS DEFINITION AV FRONTIERMARKNADER	05
HÅLLBARHET HAR ALDRIG VARIT VIKTIGARE	07
TUNDRA SUSTAINABLE FRONTIER FUND	08
GEOGRAFISK ALLOKERING	10
SEKTORALLOKERING	10
VÄRDERING	11
RISK OCH OKORRELERADE TILLGÅNGAR	12
ÅTER DAGS FÖR TILLVÄXTMARKNADER?	15
VÄRDERING PÅ TUNDRAS MARKNADER	16
AVSLUTANDE ORD	19
DISCLAIMER	20

Capital invested in a fund may either increase or decrease in value and it is not certain that you will be able to recover all of your investment. Historical return is no guarantee of future return. The value of invested capital may vary substantially due to the composition of the fund and the investment process used by the fund manager. The Full Prospectus, KIID etc. are available on our homepage. You can also contact us to receive the documents free of charge. See full disclaimer on www.tundrafonder.se.

The state of the origin of the Fund is Sweden. This document may only be distributed in or from Switzerland to qualified investors within the meaning of Art. 10 Para. 3,3bis and 3ter CISA. The representative in Switzerland is OpenFunds Investment Services AG, Seefeldstrasse 35, 8008 Zurich, whilst the Paying Agent is Società Bancaria Ticinese SA, Piazza Collegiata 3, 6501 Bellinzona. The Basic documents of the fund as well as the annual report may be obtained free of charge at the registered office of the Swiss Representative.

INTRODUKTION

År 1994 tog Dung Luong, en snickare bosatt med sin fru och fyra barn i staden Da Nang i centrala Vietnam, hand om sin familj på en månadslön på 280 kr/månad. Det var inte ett enkelt liv för Dung och för att få ihop vardagen krävdes både uthållighet och innovation. Många månader var inte svälten långt borta. Idag bor Dungs äldsta dotter Thi fortfarande i Da Nang, precis som två av hennes tre syskon. Da Nang är emellertid svårt att känna igen eftersom staden som domineras av den kommersiella hamnen nu är hem till mer än 1 miljon människor (450 000 år 1994), har en internationell flygplats och stora delar av de gamla kvarteren, där Thi växte upp, har förvandlats till moderna tio våningshus omgärdade av flerfärgsvägar. Det finns Wi-Fi-utrustade kaffebarer var 200:e meter. Till skillnad från sin far, vars skolgång var begränsad till fem år, gick Thi i skolan i 12 år och har lärt sig grundläggande engelska genom kvällskurser som betalas av hennes arbetsgivare, en medelstor advokatbyrå där hon har arbetat som sekreterare under de senaste fyra åren. Medan 'hobby' var ett okänt begrepp för hennes far, tycker Thi om att shoppa i några av köpcentrumen i Da Nang. När tiden inte tillåter promenader i köpcentret använder Thi Lazada eller Shopee, två av de mest populära vietnamesiska online-shoppingsidorna eller håller sig ajour genom sociala medier, särskilt Zalo och Facebook.

Livet ser mycket annorlunda ut för Thi jämfört med hennes far och den omvandling som har skett i en enda generation är ibland svår att förstå. Familjen Luong är dock inte ensamma - nästan 1,1 miljarder människor över hela världen lämnade fattigdom mellan 1990–2015 (fattigdom definierad som att leva på mindre än 1,9 USD/dag). Utvecklingsekonomier världen över har genomgått en häpnadsväckande resa. Det är allmän kunskap att länder som Kina och Brasilien, välkända tillväxtmarknader, har uppvisat en tillväxt som varit väsentligt snabbare än i västvärlden och dessa ekonomier har varit målet för utländska investerare i mer än två decennier nu. Men en ny generation ekonomier genomgår nu samma omvandling. Vi kallar dessa frontiermarknader eller unga tillväxtmarknader. Vietnam är en av dessa ekonomier tillsammans med t.ex. Pakistan, Sri Lanka, Bangladesh, Nigeria och Indonesien. Trots att dessa länder är hem för nästan 50% av världens befolkning, representerar de endast 5% av världens börsvärde och flertalet är oupptäckta av utländska investerare. Vi tror inte att de kommer att förbli oupptäckta för alltid.



VAD ÄR EN FRONTIERMARKNAD?

Enligt MSCI, världens största indexleverantör, är frontiermarknader en grupp ekonomier där kapitalmarknaderna är mindre utvecklade än i större tillväxtmarknader (emerging markets) och utvecklade aktiemarknader (developed markets). Viktigt att betona är att MSCI:s analys enbart handlar om aktiemarknadens funktionssätt:

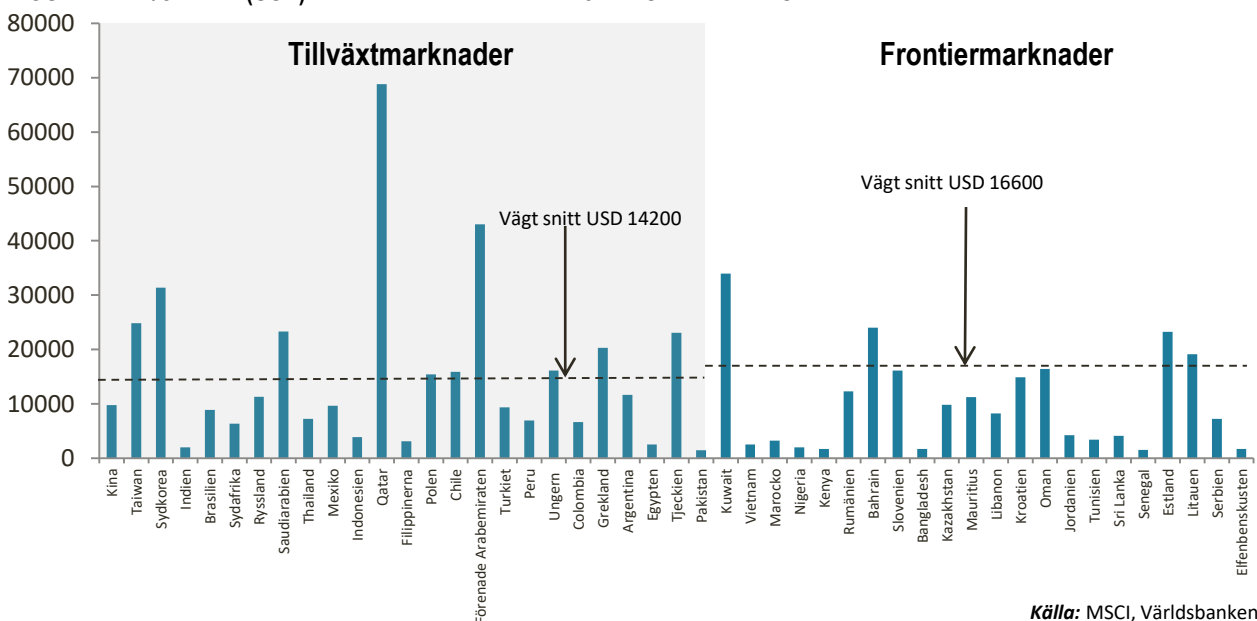
FIGUR 1: FRONTIER, EMERGING OCH DEVELOPED

	Frontier	Emerging	Developed
BNP/invånare (USD)	Ingen betydelse	Ingen betydelse	15470
Min. antal bolag som uppfyller indexkrav	2	3	5
Börsvärde (MUSD)	>700	>1400	>USD 2801
Fritt handlade aktier/free-float (MUSD)	>53	>700	>1400
Andel free-float som omsätts årligen	>2,5%	>15%	>20%
Öppenhet mot utländskt ägande	Iaf något	Betydande	Mycket hög
Enkelt att föra in och ut kapital	Iaf delvis	Betydande	Mycket hög
Tilgång till finansiella instrument	Blygsam	God och beprövad	Mycket hög
Konkurrensutsatthet	Hög	Hög	Obegränsad
Stabilitet i landets finansiella system	Blygsam	God och beprövad	Mycket hög

Källa: MSCI

Till skillnad från vad många tror är en frontiermarknad inte nödvändigtvis ekonomiskt mindre utvecklad än en tillväxtmarknad, även om det i många fall är sant. Frontiermarknader är en heterogen grupp marknader där länder som Bangladesh och Vietnam (låg ekonomisk utvecklingsgrad) ingår, men också Estland och Kuwait (hög ekonomisk utvecklingsgrad). I maj 2021 inkluderas Island med sina 300 000 invånare i frontierindex. I index får Island då ungefär samma vikt som Nigeria (>200m inv.) och drygt dubbelt så hög vikt som Bangladesh (160m inv). Många investerare tror de köper tillväxtmarknader i ett tidigt skede av sin ekonomiska resa när de köper en frontierfond, men detta stämmer inte längre. Faktum är att frontiermarknader (mätt efter indexvikt) har marginellt högre utvecklingsgrad än tillväxtmarknader. Det faktum att det är kapitalmarknadens utveckling, och inte den ekonomiska utvecklingsgraden som avgör innebär kontinuerliga förändringar i index som gör det svårt för investerare att ta ett långsiktigt investeringsbeslut, i alla fall om man investerar i enlighet med index.

FIGUR 2: BNP/CAPITA (USD) – TILLVÄXTMARKNADER JÄMFÖRT MED FRONTIERMARKNADER



Källa: MSCI, Världsbanken

TUNDRAS DEFINITION AV FRONTIERMARKNADER

Tundra definierar istället "frontier" som länder i ett tidigt stadie av sin ekonomiska utveckling. Det innebär att såväl frontiermarknader som tillväxtmarknader kan ingå i vår portfölj. Världsbankens indelning av länder utifrån ekonomisk utvecklingsgrad är mer intressant för oss än indexleverantören MSCI:s. Världsbanken delar in världen i olika kategorier beroende på hur långt i sin välfärdsresa landet kommit:

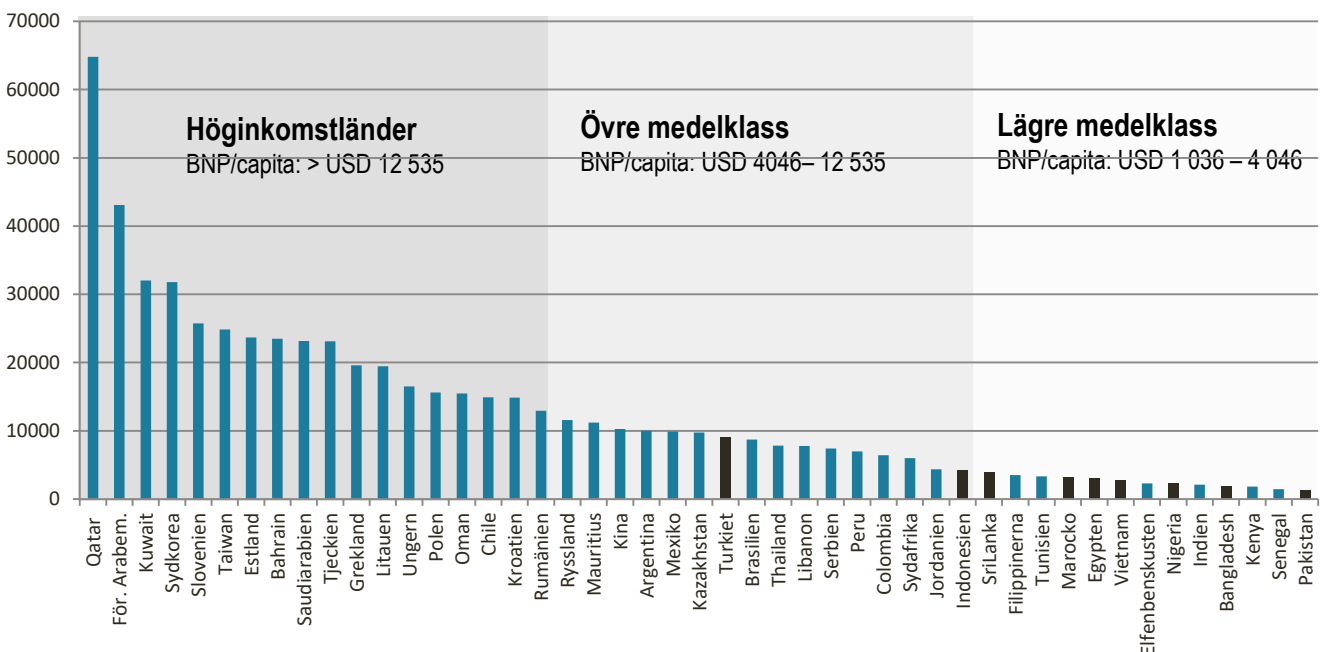
FIGUR 3: VÄRLDSBANKENS "INDEXUPPDELNING" BÄTTRE ÄN MSCI:S

	BNP/capita (USD)	Genomsn. BNP- tillv. 2009-2018 (%)	Befolkn. (milj.) 2020	Befolkn. (milj.) 2070P	Arbetskraft (milj.) 2020P*	Arbetskraft (milj.) 2070P*	Börsvärde (USD mdr) 2018
Höginkomstländer	> 12 535	1,5	1263	1312	821	744	65047
Övre medelklassländer	4 046 - 12 535	4,6	2655	2662	1826	1553	11498
Lägre medelklassländer	1 036 - 4 045	5,6	3098	4529	2005	2886	3820
Låginkomstländer	<= 1 035	4,7	776	1952	430	1266	n.a.

Källa: Världsbanken, FN

Basen för vår portfölj är länder som idag definieras som antingen "Lägre medelklassländer" eller "Låginkomstländer". I grafen nedan har vi rangordnat alla marknader som MSCI klassificerar som antingen "Emerging Markets" eller "Frontier Markets" efter ekonomisk utvecklingsnivå och därefter svartmarkerat vilka länder Tundra i nuläget har investeringar i. Som synes saknas "Låginkomstländer" idag representation i endera index. Anledningen är att dessa länders aktiemarknader idag är alltför lågt utvecklade. I det fall det finns aktiemarknader handlar det om ett fåtal investeringsbara aktier. Vi följer dock utvecklingen och i takt med att dessa länder blir investeringsbara är det troligt att vi kommer vara en tidig investerare.

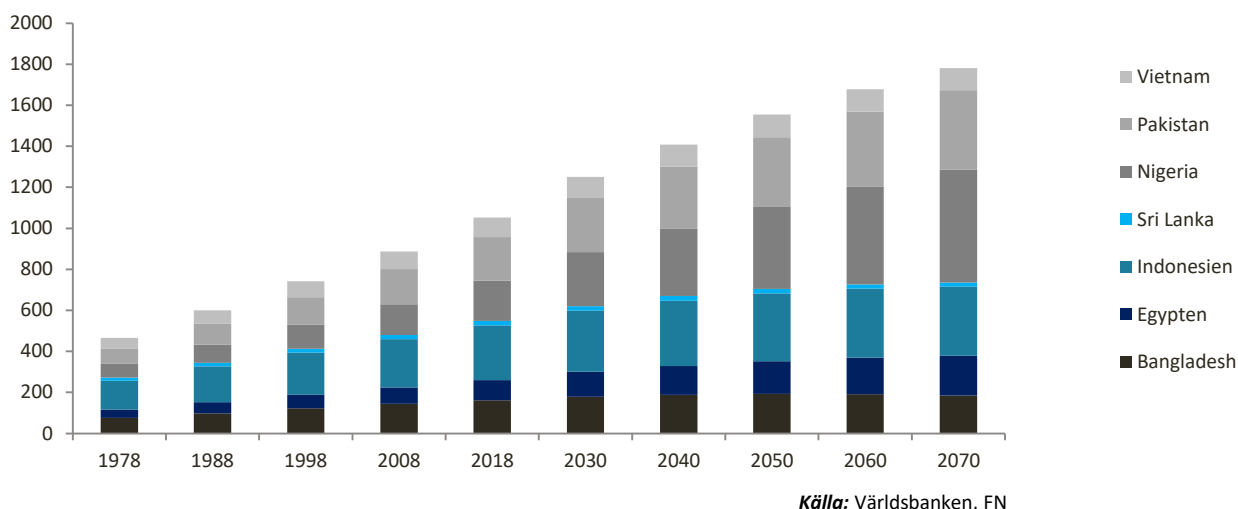
FIGUR 4: MSCI EM OCH MSCI FM RANGORDNADE EFTER EKONOMISK UTVECKLINGSNIVÅ



Källa: FN, Världsbanken

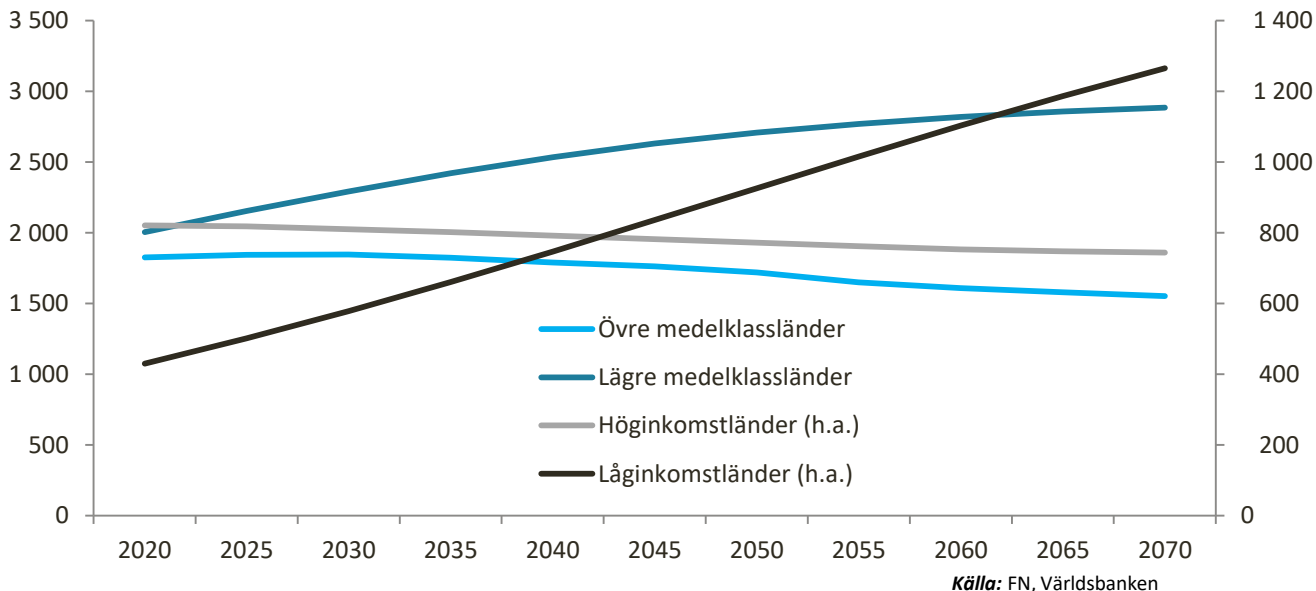
Tundras länder kännetecknas av unga befolkningar med fortsatt hög befolkningstillväxt. Länderna i de sju största marknaderna i vår portfölj kommer de närmaste 50 åren gå från en befolkning på 1,1 miljarder människor till 1,8 miljarder. Enbart Nigeria kommer enligt FN:s prognoser under perioden växa från en befolkning på dagens ca 200 miljoner till 550 miljoner människor år 2070. Europas befolkning kommer under samma period minska från dagens knappt 750 miljoner människor till omkring 650 miljoner.

FIGUR 5: BEFOLKNINGSPROGNOSER TUNDRAS STÖRSTA MARKNADER (MILJ.)



Den lägre genomsnittsåldern och den högre befolkningstillväxten innebär att all ökning av arbetsför befolkning (personer 15-64 år) i världen de kommande 50 åren kommer att ha sitt ursprung i låginkomst- och lägre medelklass-länderna. I övriga delar av världen kommer arbetskraften faktiskt att minska. Oavsett vad ledare som Trump skulle önska tror vi således en fortsatt globalisering, dvs ökad produktion i de länder där arbetskraften finns, är ofrånkomlig. Såvida vi inte vill sätta pensionärer på att sätta ihop telefoner eller sticka strumpor kommer det behöva byggas fler fabriker, vägar, sjukhus, skolor i den här delen av världen än i höginkomstländerna. Grafen nedan visar FN:s prognoser över arbetskraften i världen de kommande 50 åren.

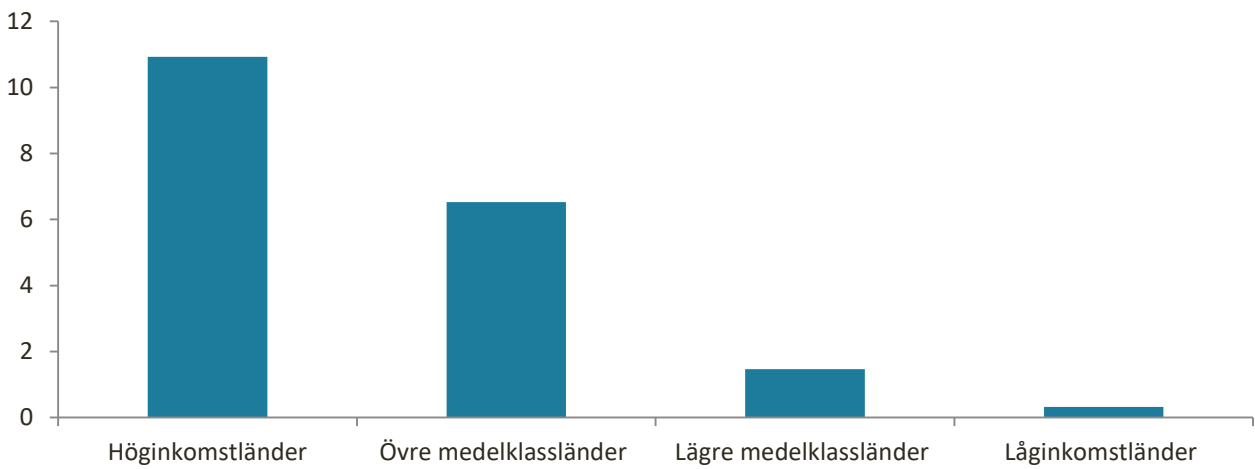
FIGUR 6: BEFOLKNING I ÅLDERN 15-64 ÅR 2020-2070P (MILJ.)



HÅLLBARHET HAR ALDRIG VARIT VIKTIGARE

Den här utvecklingen kommer dock medföra massiva hållbarhetsutmaningar. Nästan 4 miljarder människor, som ska bli 6,5 miljarder, ska försöka hinna ifatt höginkomstländernas ekonomiska utveckling och livsstil. Idag är dessa länders totala utsläpp 1/3 av höginkomstländerna, trots att de är 3x så många. Om de når höginkomstländernas nivå inom 50 år så kommer deras utsläpp vara 5x större än vad höginkomstländerna idag släpper ut. Klarar världen det?

FIGUR 7: TON KOLDIOXIDUTSLÄPP PER INVÅNARE I HÖGINKOMSTLÄNDER JÄMFÖRT MED RESTEN AV VÄRLDEN



Källa: Världsbanken

Detta är den kanske viktigaste anledningen till varför vi på Tundra lägger så stora resurser på vårt hållbarhetsarbete. Läs mer om detta här: <https://www.tundrafonder.se/sustainable/> Ingen kan förneka dessa länder möjligheten till det liv vi själva lever, men om de ska upp till vår nivå i konsumtion så måste denna tillväxten ske mer skonsamt än så som vi själva en gång skapade vårt eget välstånd. Det är fantastiskt att se svenskars medvetenhet om sin miljöpåverkan, detaljnivån vi idag befinner oss på. Men vi är trots allt 10 miljoner människor jämfört med 3,7 miljarder i de två lägsta utvecklingskategorierna. Det är viktigt att man inte känner sig överväldigad när man ser utmaningarna världen står för. Även små åtgärder hjälper och vi måste alla hjälpas åt. Det är dock svårt att argumentera emot att det absolut viktigaste hållbarhetsarbetet i framtiden sker i de länder som idag ligger längst bakom oss i ekonomisk utvecklingsnivå. Vi på Tundra lägger mycket tid på att utbilda våra portföljbolag, på samarbeten med lokala börser FN:s utvecklingsprogram och frivilligorganisationer. Ett av våra projekt är TuRN (se nedan) vars målsättning är att skapa kunskapsutbyte mellan forskningsvärlden och bolagen i våra länder, och motsvarande i vår del av världen. Genom att dela kunskap med dem, men kanske ännu hellre - genom att investera i deras länder, kan vi också vara med och påverka.



TUNDRA RESEARCH NETWORK

[Home](#) [Focus Countries](#) [About](#) [Projects](#) [Contact](#) [Tundra Fonder](#)

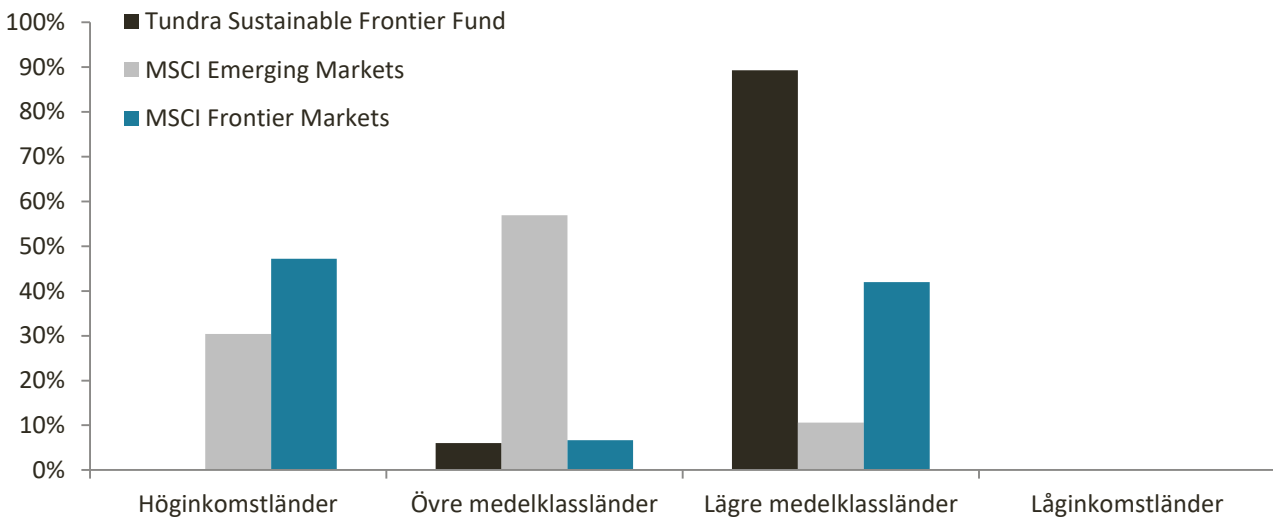
Search ...



TUNDRA SUSTAINABLE FRONTIER FUND

Vi vill att man ser fonden som ett komplement till en traditionell tillväxtmarknadsfond, en fond som fångar upp tillväxten i snabbväxande länder och bolag som saknas eller har mycket låg representation i en vanlig tillväxtmarknadsfond. Nästan 90% av fondförmögenheten är investerad i segmentet "Lägre medelklassländer", jämfört med 42% i frontierindex och 11% i tillväxtmarknadsindex.

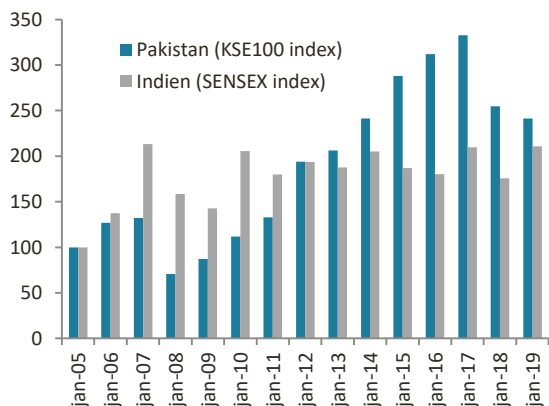
FIGUR 8: FONDENS POSITIONERING RELATIVT INDEX OCH VÄRLDSBANKENS KATEGORISERING AV INKOMSTGRUPPER



Källa: Världsbanken, MSCI

De länder vi primärt investerar i delar ett långsiktigt tema men därefter handlar det om att hitta bra bolag till rimliga värderingar. Vi söker oss därför vanligtvis till utforskade eller övergivna aktiemarknader. Av den anledningen har vi idag inga investeringar i t.ex. Indien som egentligen tematiskt (befolkning, ekonomisk utvecklingsnivå) passar in väl bland övriga länder vi investerar i. Med alla världens investerare på plats ger det mindre utrymme för oss att hitta bolag som inte redan har hittats av hundratals andra investerare. Indien är en typisk marknad vi kan komma att titta på under kristider då andra investerare överger aktiemarknaden. Investerare är väldigt positiva till Indien men negativa till Pakistan, trots att pakistanska bolag faktiskt växt snabbare än indiska de senaste tio åren. Vi är inte negativa till Indien men vi tror möjligheterna för oss att hitta undervärderade bolag i nuläget är större i Pakistan.

FIGUR 9: VINSTUTVECKLING PAKISTAN VS INDIEN (USD)



Källa: Bloomberg

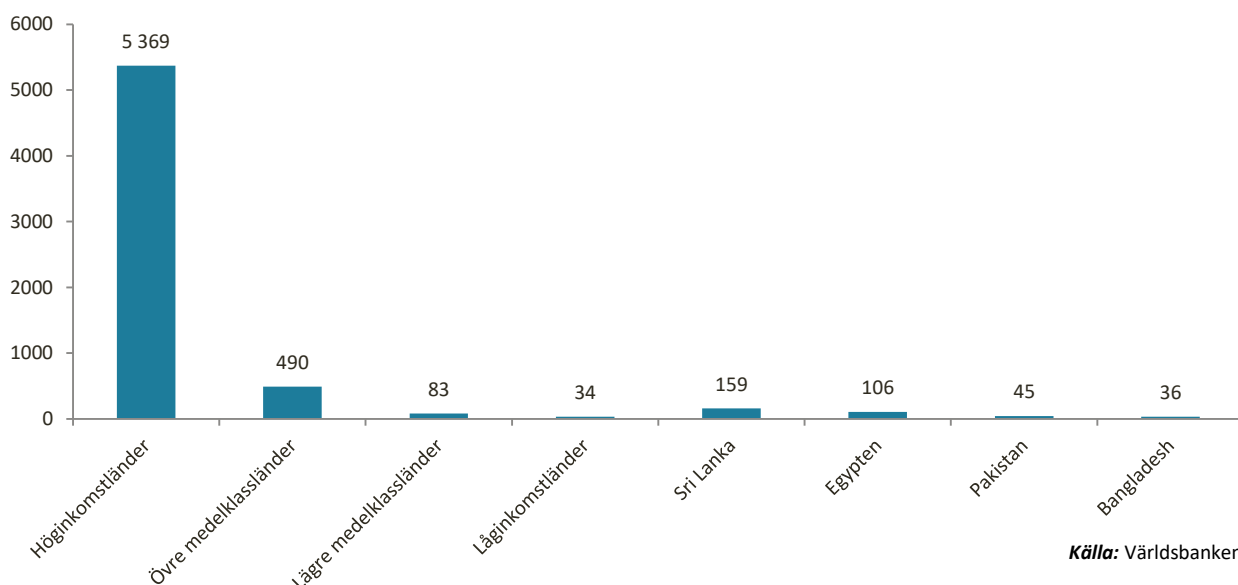
FIGUR 10: NYCKELTAL – INDIEN VS PAKISTAN

	Indien (SENSEX index)	Pakistan (KSE100 index)
P/E 2020P	19,1	6,8
P/BV	2,4	1,0
EV/SALES	3,3	1,3
Direktavk. (%)	1,7	5,7
Avk på EK (%)	12,4	15,5

Källa: Bloomberg

Alla våra länder växer snabbt men de är unga demokratier vilket innebär att den politiska risken är högre. Deras ekonomier är ibland mindre än ett stort amerikanskt börsbolag och de är därmed känsliga för utländska investerares prefenser för risk. Att bedöma dessa risker är förstås en viktig del av vårt arbete men på lång sikt är det absolut viktigaste att välja rätt bolag som kan ta del av den långsiktiga utvecklingen. Våra mer än 20 år av investering på tillväxtmarknader har lärt oss att bra bolag navigerar de mest besvärliga marknadsförutsättningar och förbättrar sin långsiktiga position under kriser. På Tundra fokuserar vi därför mycket på stock-picking. Vi letar efter bolag som befinner sig i strukturell tillväxt, vilket i vår definition innebär att de på sikt bör växa snabbare än ekonomin som helhet. Detta på grund av att deras produkter eller tjänster idag är underrepresenterade i ekonomin. Typiska sektorer som är överrepresenterade i fonden är t.ex. teknologisektorn där såväl Pakistan som Vietnam springer snabbt just nu för att hinna ifatt Indien på mjukvaruutveckling och outsourcingtjänster. Vi äger teknologibolag i såväl Pakistan, Vietnam som Marocko. En annan sektor där vi har betydande investeringar är hälsovårdssektorn där ökad konsumtion av läkemedel och sjukvårdstjänster är ett av de första områdena nya konsumenter spenderar sina pengar på när de får ett arbete. Vi äger läkemedelsaktier i Pakistan, Bangladesh och Egypten, samt privata sjukvårdsbolag i Sri Lanka och Turkiet.

FIGUR 11: HÄLSOVÅRDSUTGIFTER PER INVÅNARE (USD)



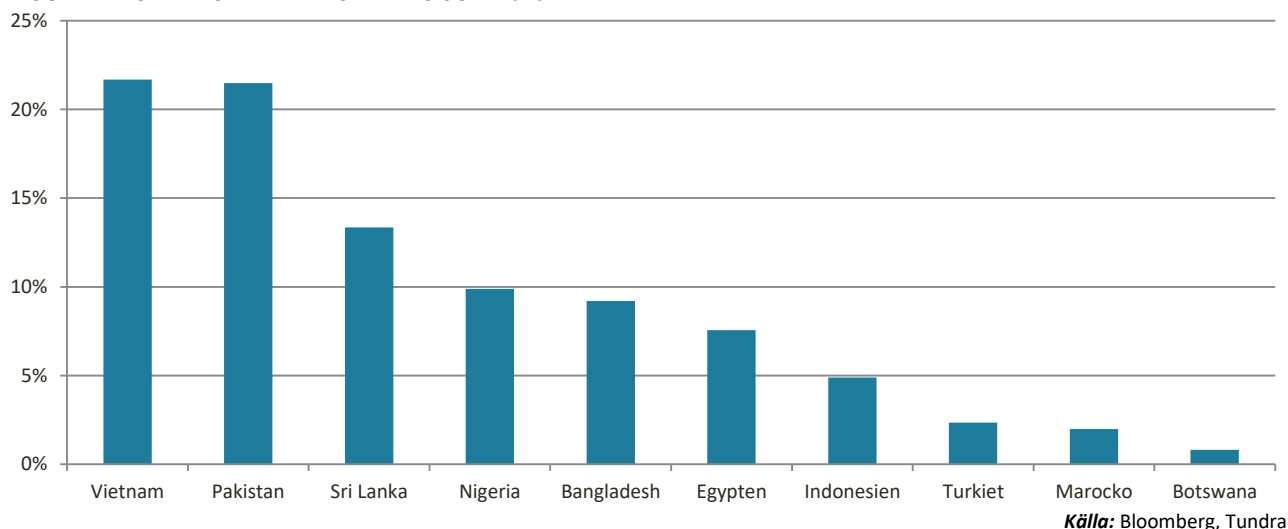
Vi äger gärna bolag inom dagligvarusektorn när värderingarna är rimliga. På Sri Lanka äger vi motsvarigheten till ICA, ett bolag som heter **Cargills**. De har drygt 50% marknadsandel och finns över hela Sri Lanka. De har ca 400 matvarubutiker, vilket är ungefär vad som finns i Stockholms stad idag. Penetrationen av modern matvaruhandel behöver på sikt öka ca 10x för att nå genomsnittet i länder som Sverige.

Efter finanskrisen 2008 med efterföljande hårdare reglering har många investerare undvikit Bank & Finans p.g.a. rädsla för okända risker. Kvalitetsbanker är en av de absolut bästa exponeringarna mot utvecklingen i ett samhälle och ökat välbefinnande. Det gäller dock att identifiera de banker som förstår behovet av kundnytta och som klarar den allt hårdare konkurrensen från fintechbolag. Vår favoritbank är pakistanska **Meezan Bank** som växt dubbelt så snabbt som banksektorn i övrigt de senaste tio åren och samtidigt haft mycket låga kreditförluster. Deras nisch är ett sofistikerat erbjudande gentemot förmögna privatpersoner som är kulturellt anpassat för den lokala marknaden.

GEOGRAFISK ALLOKERING

Vi investerar inte i alla länder som tematiskt passar in i vår investeringsfilosofi. Det måste också finnas bra bolag och våra andelsägares kapital måste vara tryggt. En del länders aktiemarknader är mer utvecklade, likviditeten är bättre och det finns helt enkelt fler bra bolag att investera i. På Tundra är bolagskvalitet det allra viktigaste kriteriet. Vår erfarenhet är att duktiga bolag klarar att växa under de mest besvärliga förutsättningar, dåliga bolag misslyckas oavsett förutsättningar. Vi har dock som intern riktlinje att endast i undantagsfall överstiga 25% i ett enskilt land givet risken för oförutsedda landspecifika händelser. I nuläget är våra största marknader Vietnam, Pakistan, Sri Lanka, Nigeria och Bangladesh. Dessa länder har vi investerat i sedan start. De senaste åren har dock fler marknader tillkommit, bl.a. Egypten, Indonesien och Marocko. Fler marknader kommer adderas. Utifrån vårt mantra "utforskat eller övergivet" gör vi dock ibland även insteg på mer utvecklade tillväxtmarknader om särskilda möjligheter uppstår. Turkiet är ett sådant exempel där vi köpte in oss i ett fantastiskt hälsovårdsbolag mitt under den brinnande krisen hösten 2018.

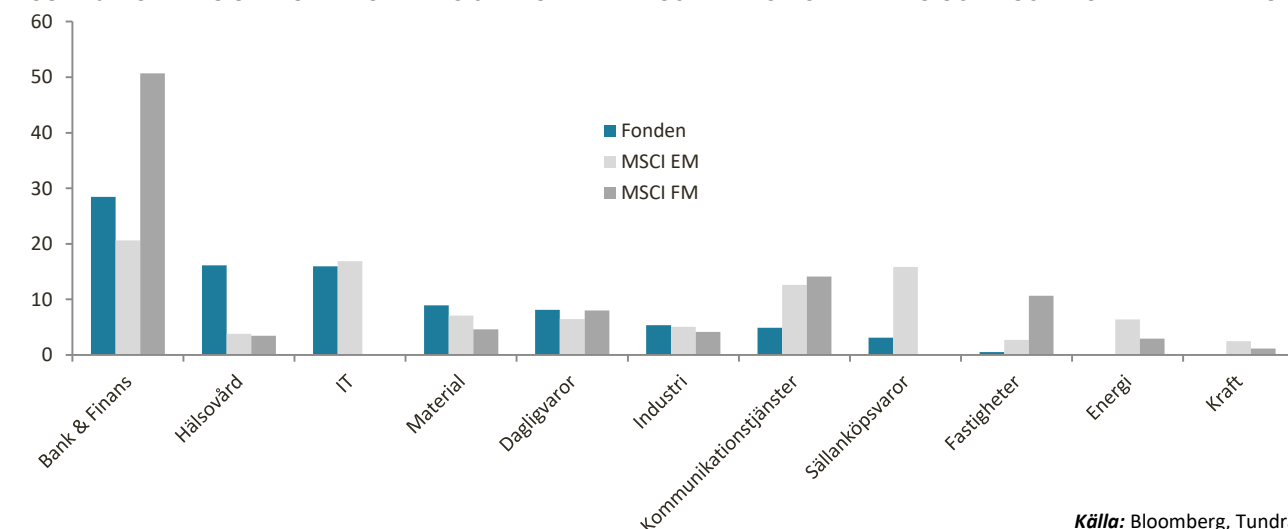
FIGUR 12: FONDENS LANDALLOKERING JUNI 2020



SEKTORALLOKERING

Jämfört med MSCI Frontier Markets index är fondens största övervikter Hälsovård och IT. Största undervikt är Bank & Finans. Hälsovård är också den största övervikten jämfört med MSCI EM. Fonden saknar innehav i fossila bränslen och i kraftsektorn.

FIGUR 13: FONDENS SEKTORALLOKERING JÄMFÖRT MED MSCI EMERGING MARKETS OCH MSCI FRONTIER MARKETS



VÄRDERING

FIGUR 14: FONDENS VÄRDERING

	Vikt	P/E 2020P	P/E 2021P	Cykl. Just P/E	Historisk tillväxt *
Fonden		7,8	6,3	6,9	17%
Sällanköpsvaror	3,1%	8,3	3,4	5,9	21%
Dagligvaror	8,0%	17,2	15,8	16,8	17%
Bank & Finans	28,0%	4,1	3,4	3,8	18%
Hälsovård	15,9%	12,2	9,4	11,9	16%
Industri	6,8%	8,6	6,5	5,4	19%
Informationsteknologi	17,3%	12,0	10,7	11,9	18%
Material	8,8%	12,6	11,5	5,3	17%
Kommunikationstjänster	4,9%	6,4	5,6	8,4	6%

* Genomsn. Försäljningstillväxt 5 och 10 år

Källa: Bloomberg

Tabellen ovan visar värderingen i portföljen med i första hand konsensusprognoser för 2020 och 2021. I de fall sådana saknas är det vårt teams egna prognoser. En god bit in i 2020 har Covid-19 pandemin något så när reflekterats i estimaten men det råder fortsatt stor osäkerhet hur året slutar. Under tider av turbulens, då osäkerhet i vindestimat är särskilt stor gillar vi att komplettera närtidsprognoser med vår definition av cykliskt justerat P/E-tal (näst längst till höger i tabellen). Detta utgår istället från senast rapporterade omsättning i varje bolag multiplicerat med genomsnittlig lönsamhet över de senaste 5 och 10 åren. Det visar hur värderingen skulle se ut om bolaget med nuvarande omsättning når den lönsamhet de uppvisat över tid. Det är ett bra sätt att justera för såväl tillfällig överlönsamhet som underlönsamhet. I tider när lönsamheten är högre än normalt bör man ha i åtanke att vinsterna sannolikt kommer att komma ned. Efter perioder av kris, som nu, kan senaste årsbokslutet, eller innevarande års prognoser vara en underskattning av den långsiktiga intjäningsförmågan och därmed för värderingen av bolaget.

Längst till höger visar vi historisk omsättningstillväxt i våra bolag, mätt som ett genomsnitt över 5 år och 10 år (ungefär densamma i detta fallet). Detta är i lokal valuta och man ska vara beredd att dessa länders valutor försvagas 3-5% per år över en cykel givet högre inflation och ett högre ränteläge. Även om vi rensar för normala valutarörelser förväntas dock portföljens bolag växa en bit över 10% per år.



RISK OCH OKORRELERADE TILLGÅNGAR

Tillväxtmarknader i tidig utveckling associeras med betydligt högre risker än utvecklade marknader:

- **Sämre likviditet:** Även om det är stora skillnader marknaderna sinsemellan (Vietnam omsätter USD 100-200m/dag medan Kenya omsätter USD 5m per dag) är likviditeten ett problem för större investerare och innebär en risk i ett sämre marknadsklimat.
- **Korruption:** Merparten av dessa länder är relativt unga demokratier. Korruption är vanligt förekommande och sänker den potentiella tillväxten.
- **Information- och Bolagsstyrningsrisker:** Genomlysningen i bolagen är ofta lägre än på mer utvecklade aktiemarknader, med sämre information och färre analytiker som följer bolagen. Bolagsstyrningen håller oftast en lägre nivå vilket innebär att det är den enskilt viktigaste delen av vår analys.
- **Politiska risker och regelverksrisker:** Risken för oväntade politiska förändringar är större på marknader under tidig utveckling. Det är också mer vanligt förekommande med förändringar i bolagens arbetsmiljö, t.ex. på skatteområdet. Bankernas betydelse för ländernas ekonomier innebär att de ofta utsätts för tillfälliga regleringar. Exempel på detta är t.e.x. tak på utlåningsräntan i Bangladesh samt miniminivåer för kvoten mellan inlåning/utlåning i Nigeria.
- **Makroekonomiska risker:** Trots den starka tillväxten är många av dessa länderna mindre än ett amerikanskt storbolag vilket innebär att deras valutor under perioder uppvisar stora svängningar.

Vad man dock ibland glömmer är den låga, under perioder t.o.m negativa, korrelationen mellan unga tillväxtmarknader. Detta beror primärt på att handeln domineras av lokala investerare och kopplingen till världsmarknaderna är begränsad. Politiska risker är högre i dessa länder men ett val i Sri Lanka påverkar inte t.ex. Bangladesh eller Nigeria.

FIGUR 15: KORRELATION MELLAN LÄNDERNA I FONDEN (SEK)

	MSCI PAKISTAN	MSCI NIGERIA	MSCI VIETNAM	MSCI SRI LANKA	MSCI BANGLADESH	MSCI KENYA	MSCI EGYPTEN	MSCI MAROCKO	MSCI TURKIET
MSCI PAKISTAN	1	0,601	0,661	0,63	0,295	0,643	0,627	0,614	0,511
MSCI NIGERIA	0,601	1	0,709	0,513	0,475	0,389	0,478	0,602	0,413
MSCI VIETNAM	0,661	0,709	1	0,506	0,512	0,544	0,615	0,66	0,424
MSCI SRI LANKA	0,63	0,513	0,506	1	0,524	0,61	0,596	0,736	0,346
MSCI BANGLADESH	0,295	0,475	0,512	0,524	1	0,295	0,451	0,394	0,275
MSCI KENYA	0,643	0,389	0,544	0,61	0,295	1	0,698	0,474	0,171
MSCI EGYPTEN	0,627	0,478	0,615	0,596	0,451	0,698	1	0,739	0,179
MSCI MAROCKO	0,614	0,602	0,66	0,736	0,394	0,474	0,739	1	0,451
MSCI TURKIET	0,511	0,413	0,424	0,346	0,275	0,171	0,179	0,451	1

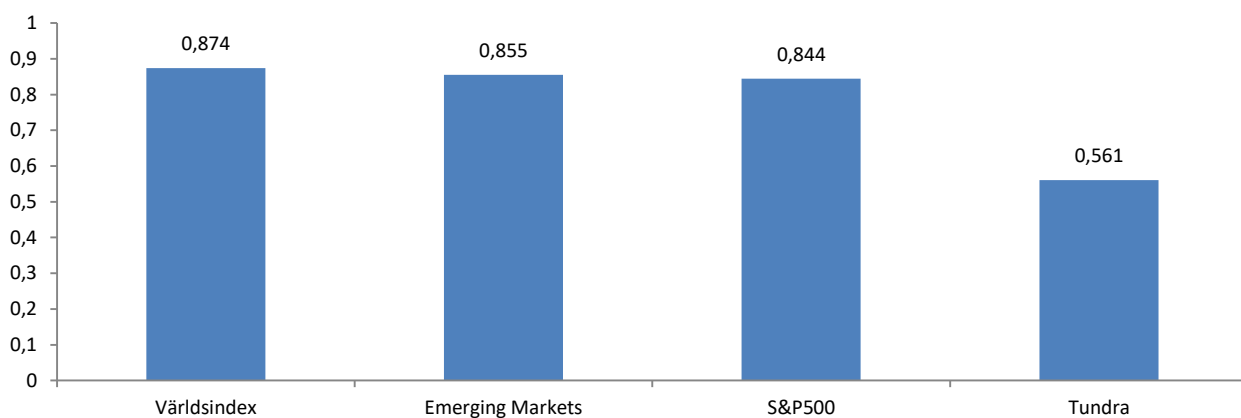
Källa: Bloomberg; 24 mån, månadsdata (SEK)



BRA DIVERSIFIERING I EN GLOBAL AKTIEPORTFÖLJ

Korrelation kan förenklat förklaras som hur stor del av en enskild dags eller, som i detta fallet, månads rörelser uppstår till följd av andra marknadens rörelser. Vad är t.ex. sannolikheten att svenska börsen faller om den amerikanska börsen har en svag börs månad? Nedan visar vi hur Stockholmsbörsen (OMX index) är korrelerad till olika marknader och till vår fond. Ju högre tal, desto mer likt rör sig svenska börsen övriga marknader och fonden. Som synes av diagrammet så är Tundra Sustainable Frontier Fund väsentligt lägre korrelerad med Stockholmsbörsen än en globalfond, USA-fond eller en vanlig Emerging Markets fond. Då merparten av investerarna på våra marknader (60-90% av handeln) är lokala investerare som ej investerar utanför sitt eget land är deras orosmoment primärt det egna landets. Man bryr sig mer om nästa inflationssiffror eller räntehöjning än vad som händer på New York börsen kvällen innan. Det innebär att våra marknader kan vara ett bra sätt att minska svängningarna i aktieportföljen.

FIGUR 16: OMX INDEX KORRELATION MED OLIKA MARKNADER



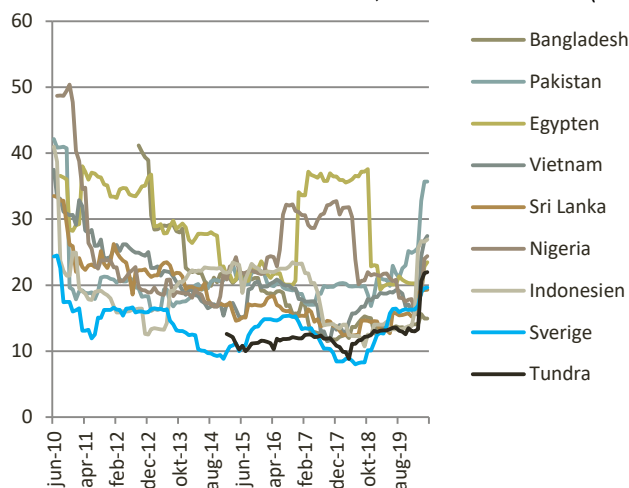
Källa: Bloomberg; * SEK, 24 månader, månadsdata



RISKNIVÅN ÖVER TID INTE MYCKET HÖGRE ÄN EN GLOBALFOND

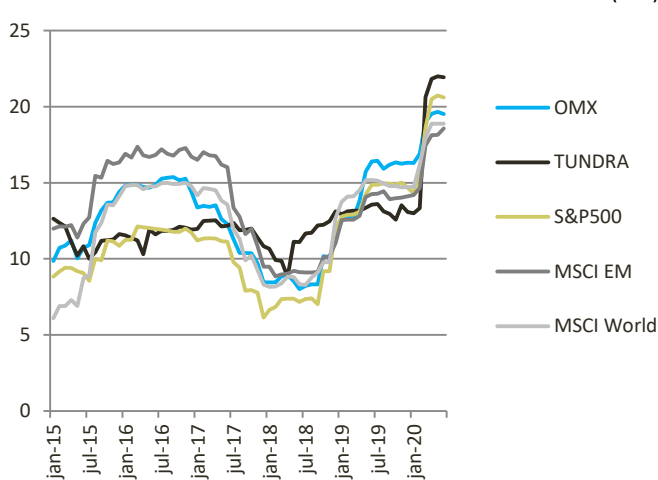
Riskerna i länderna var för sig är höga men då de största riskerna oftast är landspecifika (t.ex. politiska val) så påverkar de sällan alla länderna samtidigt. De faktum att börserna fortsatt domineras av lokala investerare innebär att vi inte har samma koppling till globala aktiemarknader. Detta skapar ett intressant fenomen där en fond som är sammansatt av var för sig mycket riskfyllda marknader faktiskt uppvisar en risknivå som över tid oftast är lägre än en Sverigefond, och i nivå med en globalfond. Svängningarna i de enskilda marknaderna neutraliserar varandra och kvar finns den långsiktiga trenden som handlar om långsiktig tillväxt och förvaltarens förmåga att generera överavkastning på marknaderna.

FIGUR 17: VOLATILITET MARKNADER, FONDEN OCH SVERIGE (SEK)



Källa: Bloomberg; * SEK, 24 månader, månadsdata

FIGUR 18: VOLATILITET FONDEN VS UTVECKLADE MARKNADER (SEK)



Källa: Bloomberg; * SEK, 24 månader, månadsdata

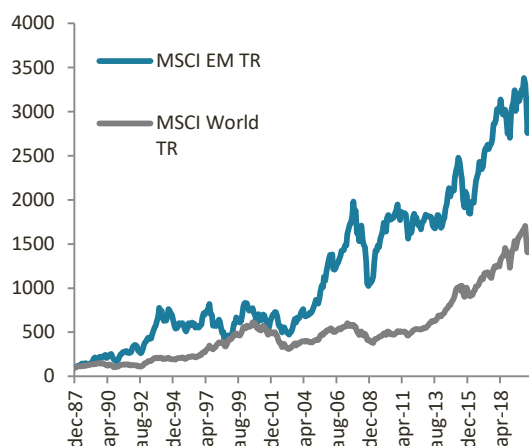
Då och då inträffar dock globala orosmoment som drabbar alla marknader samtidigt. COVID-19 är ett bra exempel på detta. Vid en sådan händelse tydliggörs svagheter i unga aktiemarknader, primärt lägre likviditet och sämre fungerande aktiebörser. Flera av våra börser tillhörde de sämre i världen under mars månad då aktiebörser världen över föll kraftigt. Sri Lanka och Bangladesh var därtill stängda i över en månad för att man ej hade möjlighet att driva börserna på distans. Vi kallar ibland denna typ av risker för "tail risk events". De inträffar sällan men när de inträffar så slår de på kort sikt hårt, och det är svårt att skydda sig emot dem. Dessa perioder – Inte risknivå över tid - är anledningen att man som investerare bör vara långsiktig i sitt sparande.



ÅTER DAGS FÖR TILLVÄXTMARKNADER?

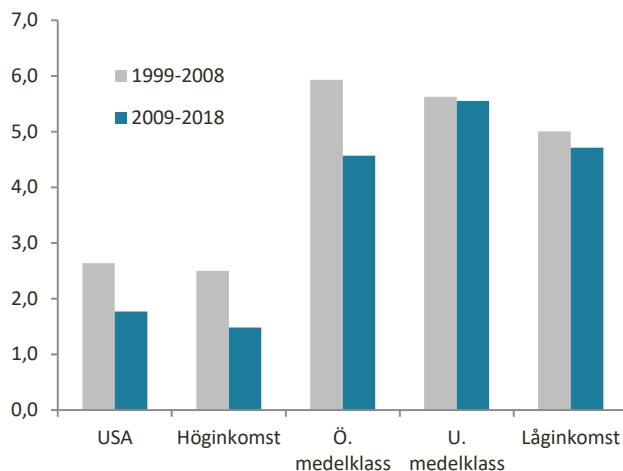
Över lång tid har tillväxtmarknader givit en högre avkastning än utvecklade aktiemarknader. Det kan tyckas rimligt givet den högre tillväxten i dessa länder över tiden vilket i teorin borde gynna även bolagen.

FIGUR 19: MSCI EMERGING MARKETS VS MSCI WORLD (SEK)



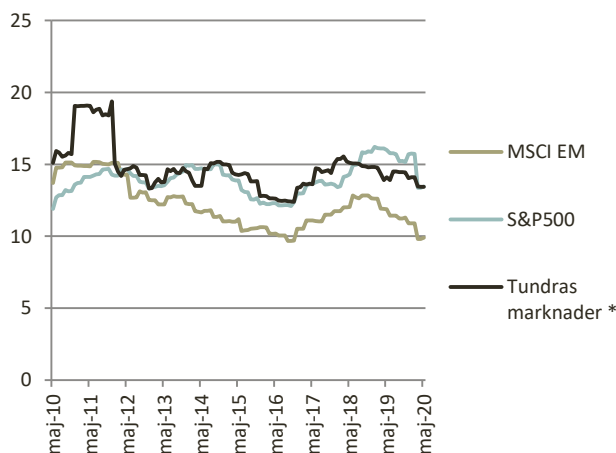
Källa: Bloomberg, Världsbanken

FIGUR 20: GENOMSnittlig BNP-TILLVÄXT 1999-2008 VS 2009-2018



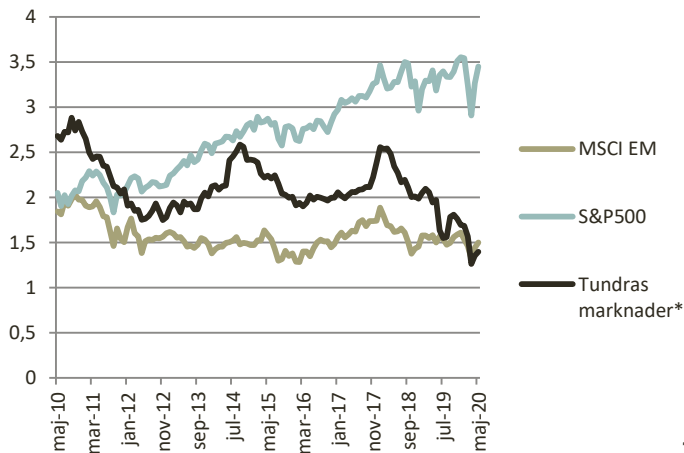
De senaste tio åren har så dock inte varit fallet. Lågränteklimatet och massiva penningunderlättnader har framförallt gynnat höginkomstländerna, med USA i spetsen. Med räntor nära noll och goda möjligheter att belåna tillgångar på sin hemmamarknad har det inte funnits någon anledning att söka högre, men också mer riskfylld, avkastning på tillväxtmarknader. Protektionism och skattesänkningar under Trumps tid har också bromsat amerikanska bolags investeringar utomlands och återköp av aktier har ökat. Det har flödat mindre kapital till tillväxtmarknader än föregående tioårsperiod, och särskilt svårt har det varit för de lägst utvecklade marknaderna som upplevs som de mest riskfyllda. Minskad tillgång till utländskt kapital har endast marginellt påverkat ländernas BNP-tillväxt som drivs primärt av inhemsk konsumtion (se figur 20). På Tundras marknader har lönsamheten förblivit på ungefär samma nivå som i USA (se figur 21). Det som har hänt är att värderingen på tillväxtmarknader blivit väsentligt lägre (se figur 22). Teknologibolagens uppgång i USA räcker inte som förklaring. Även S&P500 excl. Tech har gått närmare 3x bättre än MSCI Emerging Markets Index de senaste tio åren. Det har uppstått ett gap i värderingarna som är svårt att motivera utifrån avkastning på eget kapital eller tillväxtförutsättningar.

FIGUR 21: AVKASTNING EGET KAPITAL (ROE) 2010-2020



Källa: Bloomberg

FIGUR 22: P/BV-VÄRDERING S&P500 VS MSCI EM



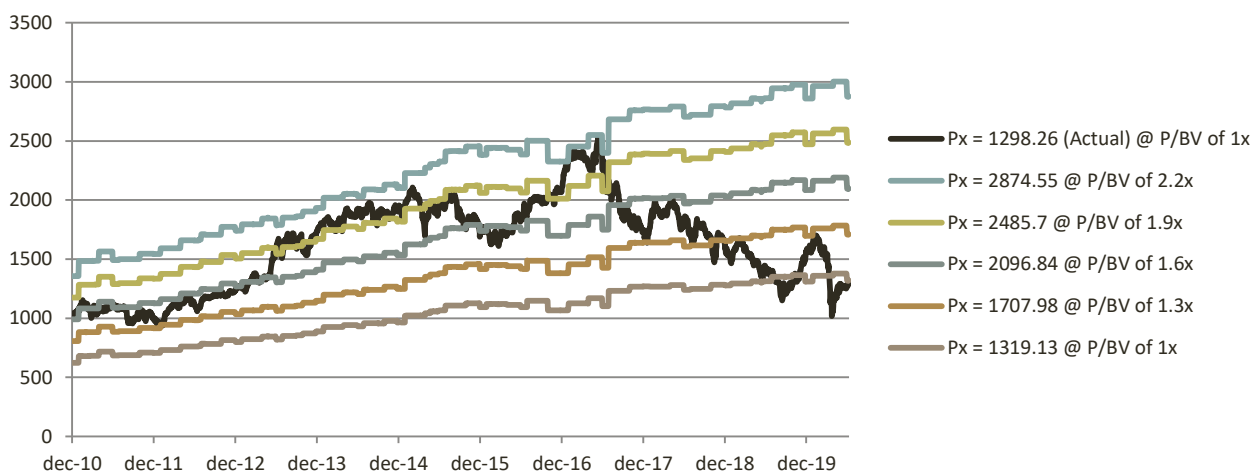
Källa: Bloomberg

* Genomsnitt av Vietnam, Pakistan, Bangladesh, Sri Lanka, Nigeria, Egypten och Indonesien

MERPARTEN AV TUNDRAS MARKNADER PÅ 10-ÅRS LÄGSTA

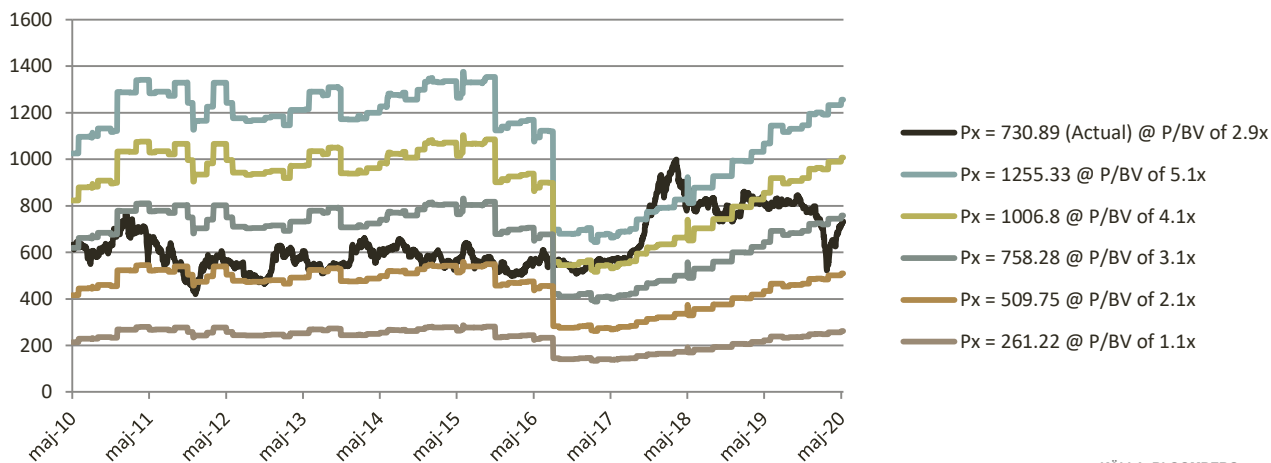
Nedan visar vi värderingen av våra största marknader i fonden just nu. Tillsammans utgör de en knapp tredjedel av befolkningen i låginkomstländer och lägre medelklassländer. Den svarta linjen visar kursutveckling och den är omgärdad av intervall som visar hur värderingarna har gått upp och ned, beroende på investerares riskaptit och vinstförväntningar. P/BV kan översättas med Pris/Justerat eget kapital. I tider av optimism och förväntningar om höga vinster framöver värderas kapitalet högre. Vi ser t.ex att pakistanska bolag i början av 2017 värderades till drygt 2x det egna kapitalet. Idag är värderingen ungefär hälften. Genomsnittet de senaste tio åren är 1,6x. Lutningen på linjerna är också intressant. Den visar tillväxten i aktiekapital över tid. I en idealisk värld skulle börsen slaviskt följa den mörkgrå linjen som visar den genomsnittliga värderingen. Vi vet alla att börser sällan beter sig på det sättet. Istället varvas perioder av stor optimism med perioder av pessimism. För långsiktiga investerare är dessa svängningar en fantastisk möjlighet. Det brukar löna sig att köpa lite mer när börsen handlas under genomsnittet och det brukar vara vettigt att vara lite försiktig när börsen handlas över genomsnittet. Som framgår av graferna nedan talar mycket för att det i nuläget är en bra tidpunkt att ta långsiktig exponering på Tundras marknader.

PAKISTAN, P/BV



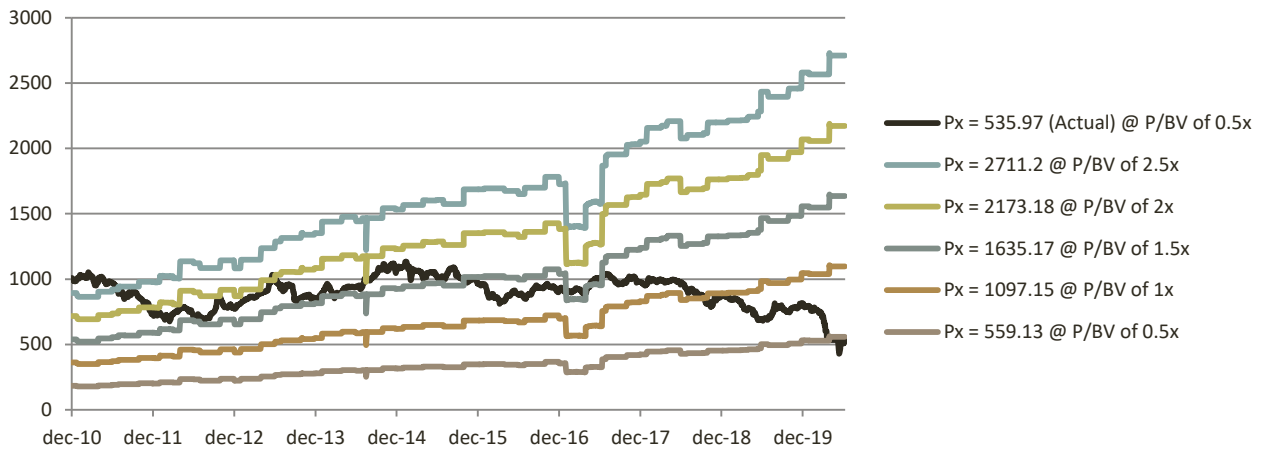
KÄLLA: BLOOMBERG

VIETNAM, P/BV



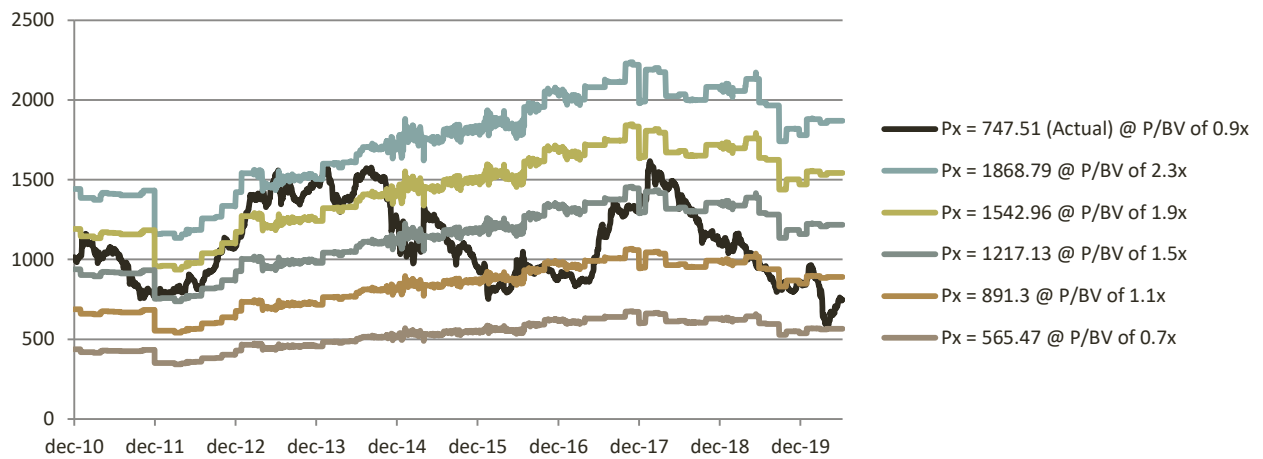
KÄLLA: BLOOMBERG

SRI LANKA, P/BV



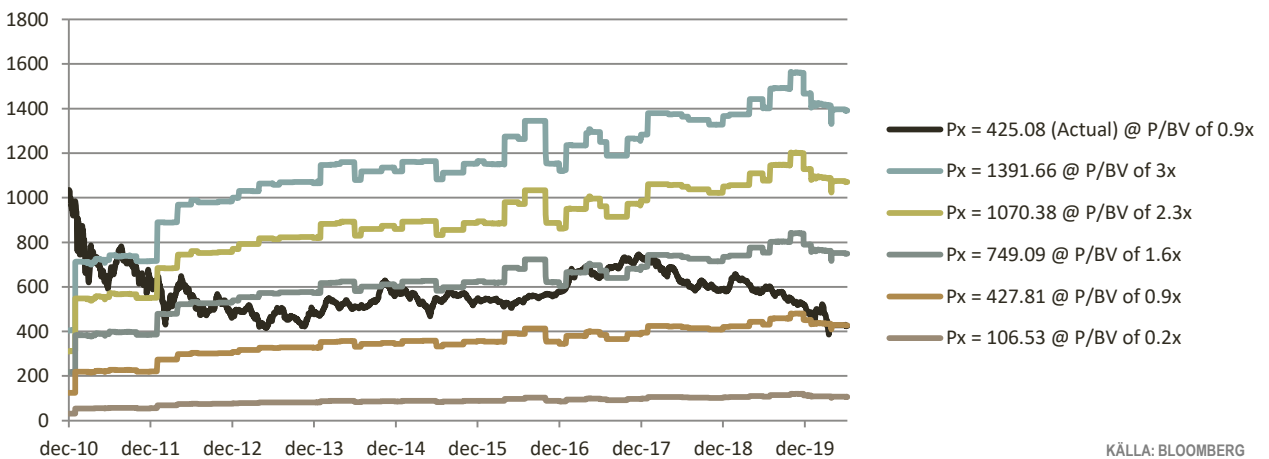
KÄLLA: BLOOMBERG

NIGERIA, P/BV



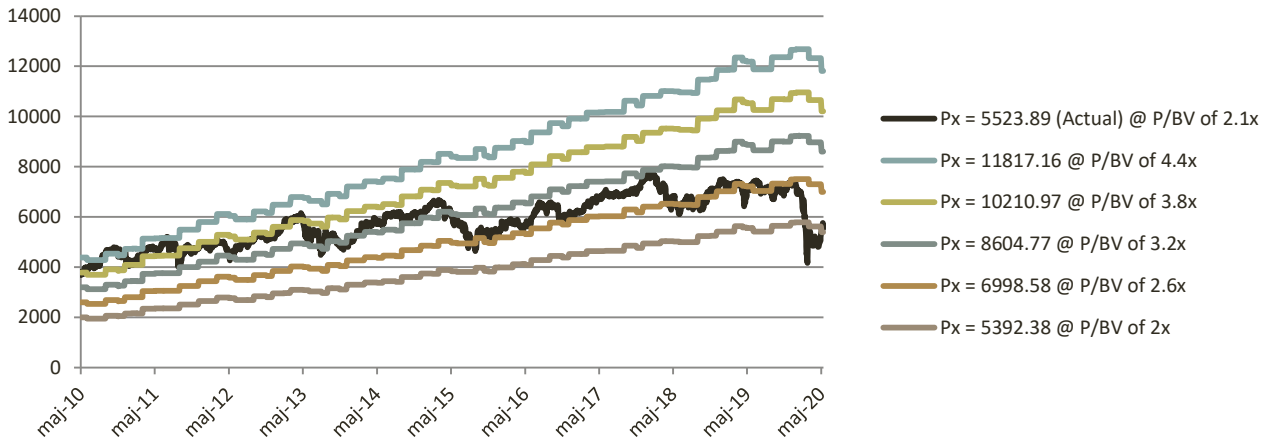
KÄLLA: BLOOMBERG

BANGLADESH, P/BV



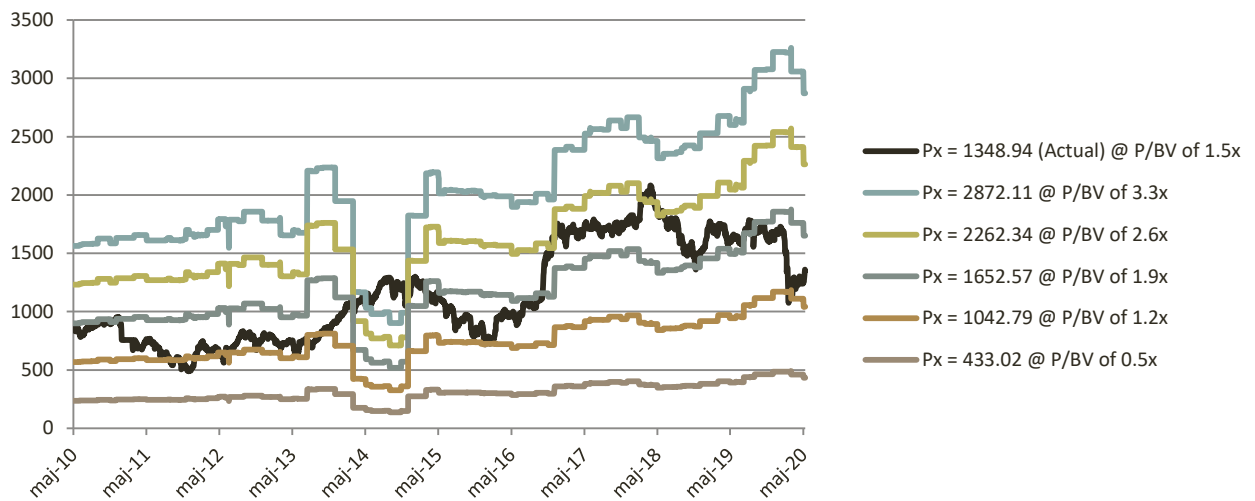
KÄLLA: BLOOMBERG

INDONESIEN, P/BV



KÄLLA BLOOMBERG

EGYPTEN, P/BV



KÄLLA BLOOMBERG



AVSLUTANDE ORD

Tundra Sustainable Frontier Fund är fonden som ger dig den exponering du inte får med en vanlig tillväxtmarknadsfond. Fondens kärna är de 3,7 miljarder av jordens befolkning som just nu ligger längst bakom oss i utveckling. Detta är den del av världen som kommer växa snabbast i framtiden men de utgör idag en mycket liten del av de flesta tillväxtmarknadsfonder. Befolkningen i låg- och lägre medelklassländer kommer de närmaste 50 åren växa till 6,5 miljarder och all ökning i världens arbetskraft kommer att komma från dessa länder. Tillväxten kommer ske i vågor men den långsiktiga trenden är ofrånkomlig. Många av världens storbolag kommer växa fram i denna del av världen och Tundra försöker hitta de bästa bolagen.

Framväxten av denna nya medelklass kommer dock innebära avsevärda hållbarhetsutmaningar. Vi kommer arbeta för att investera i bolag som är beredda att ta ansvar för den påverkan de har på miljön, samhället de verkar i och sina anställda. Bolag som också respekterar och värdesätter sina aktieägare. Vi kommer ta vårt ansvar som viktig investerare för att hjälpa dem fortsätta utvecklas. Som andelsägare stöttar du vårt arbete.

Vi står inför en mycket spännande period. Många år av stimulans på utvecklade marknader har skapat ett värderingsgap till utvecklade aktiemarknader, där flertalet av våra marknader värderas lägre än på många år. Du behöver inte vara pessimistisk till övriga aktiemarknader, men det är rimligt att fråga sig hur länge detta gapet kan fortsätta att öka givet den högre tillväxten utanför höginkomstländerna. Cykler kan vara långa men de kallas just cykler för att de går upp och ner. Om man är en långsiktig investerare är det rimligt att i detta skedet av marknadsutvecklingen fundera på att diversifiera sin portfölj något. Våra marknaders lägre korrelation med utvecklade aktiemarknader innebär att de över tid är ett bra sätt att sänka risken i sin aktieportfölj.

Vi hoppas att ditt intresse för tillväxtmarknader vaknat, att vi lyckats förklara de stora skillnaderna marknaderna emellan och kanske främst att du förstår i vilken del av världen Tundra kommer investera i. Det är en spännande tid vi lever i där en ny generation konsumenter är på väg. Vår förhoppning är att alla investerare har minst två tillväxtmarknadsfonder: En fond som ger exponering mot de idag viktigaste länderna såsom Kina, Sydkorea och Taiwan och en som investerar i resten av dessa marknader. Vi hoppas att vi får förtroendet att bli din andra fond.

Stockholm, juli 2020



Förvaltningschef Tundra Fonder



DISCLAIMER

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: 08-55 11 45 70.