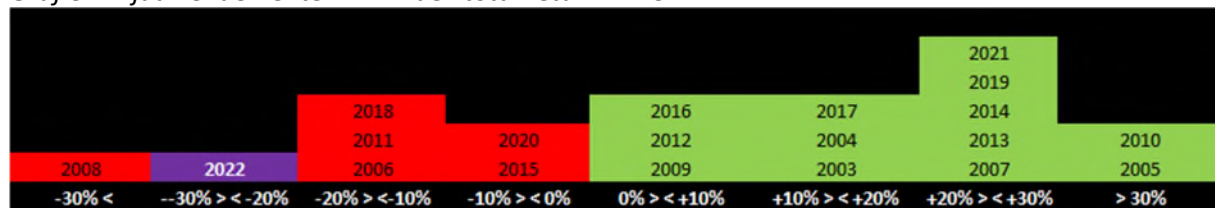


Outlook Frontier Markets 2023

Stijgende energie- en voedselprijzen gecombineerd met een record sterke dollar hebben de opkomende markten onder druk gezet in het afgelopen jaar. Daarnaast zorgden specifieke omstandigheden nog eens voor extra koersdalingen, zoals overstromingen in Pakistan, een politieke crisis in Sri Lanka en angst voor de gevolgen van de oorlog in Oekraïne voor landen zoals Kazachstan en Georgië.

In Vietnam crashte de markt meer dan 30% omdat toezichthouders de markt voor bedrijfsobligaties onder de loep namen. Deze perfecte storm heeft ertoe geleid dat frontier markets het slechtste jaar sinds 2008 beleefden. Sinds die tijd werd elk jaar van een daling tot nu toe gevolgd door een positief jaar. De koers-winstverhouding is aangekomen op een recorddieptepunt van 8,6 en daarmee lijkt het ergste scenario ingecalculeerd. Dit terwijl de voedselprijnsindex (FAO index) voor de 8^e maand op rij daalt, de problemen in de toeleveringsketens afnemen, de inflatie lijkt te gaan dalen en de dollar over de piek is. In de meest recente World Economic Outlook voorspelt het IMF een gemiddelde groei voor opkomende markten van 4,2% ten opzichte van 1,6% voor ontwikkelde markten.

Grafiek 1: jaarrendementen FM-index total return in EUR



Vietnam

Met een weging van 30% is Vietnam een van de belangrijkste markten in de FM index. Uiterekend deze beurs kreeg de grootste correctie in meer dan 10 jaar voor de kiezen, nadat de overheid hard ingreep na malversaties bij de uitgifte van bedrijfsobligaties. De topman van een vastgoedbedrijf Van Thinh Phat Holding (geen positie in het fonds) werd gearresteerd en de regels werden aangescherpt juist op een punt dat veel bedrijven leningen wilden doorrollen. De liquiditeit nam af en de rente schoot omhoog, waardoor aandelen kelderden en er zelfs een bank run ontstond op Saigon Commercial Bank (geen positie in het fonds). De Vietnamese markt kent een toestroom aan lokale particuliere beleggers. Zo werden er in het eerste half jaar 1,8 miljoen nieuwe effectenrekeningen geopend. Door de scherpe dalingen kregen veel beleggers voor het eerst te maken met margin calls, waardoor aandelen tegen afbraakprijzen en vaak limit down van de hand werden gedaan. In november noteerde de VN-index bijna 40% lager. Inmiddels lijken de margin calls te stabiliseren en zet de overheid zich in om de markt voor bedrijfsobligaties weer vlot te trekken.

Disconnect

De VN-index noteert nu op een verwachte koers-winstverhouding van slechts 9,5 voor 2023, het laagste niveau in meer dan 10 jaar tijd. Er lijkt sprake van een disconnect tussen de beurs en de economie, omdat onderliggend de Vietnamese economie robuust is.

Vietnam is namelijk een van de snelst groeiende economieën in het frontier market universum (zie grafiek 2) met een verwachte BBP-groei voor de komende jaren van 6,6%. Gezien het

investeerdersvriendelijke beleid, de politieke stabiliteit en de vooruitzichten voor de consumentenvraag, willen buitenlandse bedrijven graag in het land investeren. De buitenlandse directe investeringen zijn in de afgelopen 10 verdubbeld en bereikten in 2022 een record van meer dan 20 miljard USD. We denken dat FDI de komende jaren verder zal groeien, aangezien Vietnam profiteert van de herstructurering van de toeleveringsketens in Azië. Bedrijven als Samsung, Intel, LG, Apple en Adidas zijn gaan produceren in Vietnam. Een andere reden daarvoor is dat werknemers goed zijn opgeleid en dat de arbeidskosten erg laag zijn. De lonen in China zijn bijvoorbeeld drie keer zo hoog als in Vietnam.

Tabel 1: vergelijking huidige k/w ten opzichte van 10-jaars gemiddelde

Country	Actual PE	10 year PE Average	Upside to Average
Sri Lanka	4,0	11,8	192,5%
Kazakhstan	5,1	11,1	117,9%
Pakistan	4,2	9,2	119,4%
Egypt	8,9	17,0	91,4%
Kenya	6,7	12,7	90,1%
Morocco	14,8	23,4	58,7%
Frontier Markets	8,6	12,5	44,8%
Indonesia	12,8	18,0	40,7%
Vietnam	10,5	15,0	43,3%
Nigeria	10,1	13,9	37,7%
Phillipines	15,2	20,5	34,7%
Emerging Markets	10,7	14,2	32,3%
World	16,7	20,2	20,8%
SP500	18,6	20,3	9,6%
Bangladesh	12,2	12,1	-0,4%

(bron: Bloomberg)

De valuta is stabiel en wordt ondersteund door de stijgende deviezenreserves, deze reserves zijn de afgelopen tien jaar verviervoudigd tot meer dan USD 100 miljard. De verwachte inflatie is met 5% nipt boven de doelstelling van de overheid. In het komende jaar zullen, met de geleidelijke openstelling van China na het Zero-Covid beleid, de Chinese toeristen weer naar Vietnam komen. Chinese toeristen maken ongeveer 32% uit van het totaal aantal internationale toeristen. Voor de pandemie bedroeg de contributie van het toerisme 9,2% van het BBP.

Stimuleringspakket

Een andere interessante ontwikkeling is dat Vietnam een enorm stimuleringspakket van 15,2 miljard dollar heeft gelanceerd (4,1% van het BBP). Slechts 12% van het geld is tot nu besteed. Het grootste deel zal in 2023 worden uitgegeven. De uitgaven van 5 miljard aan infrastructuur zullen de meeste impact hebben op de economie. Een groot deel van het geld gaat bijvoorbeeld naar de aanleg van de Noord-Zuid snelweg, wat vastgoedprijzen in de regio's kan ondersteunen en de ontwikkeling van satellietsteden en industriële centra buiten Ho Chi Minh City en Hanoi. Het zal ook helpen om de transportkosten in Vietnam, die nu tot de hoogste ter wereld behoren, te verlagen.

Afrika

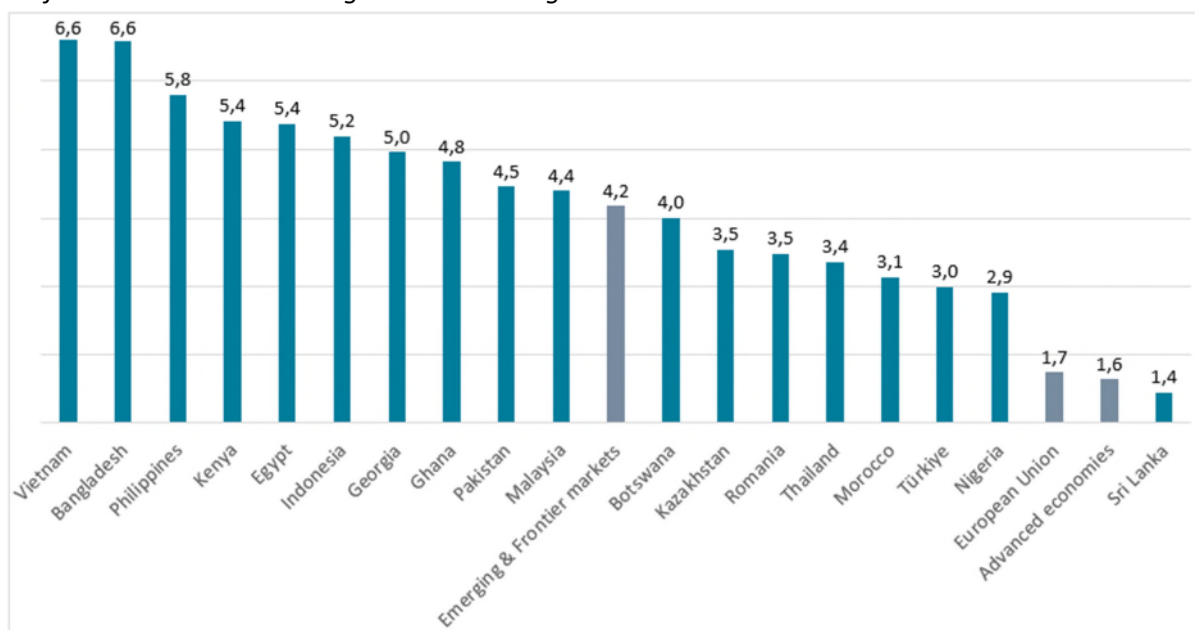
Het fonds heeft een weging van ongeveer 33% in Afrika. Het Afrikaanse continent bevat 54 landen met een jonge en snelgroeiende bevolking. Op basis van projecties van de Verenigde Naties groeit de bevolking van 1,3 miljard mensen nu naar 2,5 miljard mensen in 2050 en dat betekent dat straks meer dan een kwart van de wereldbevolking in Afrika woont. De ontwikkeling in Afrika gaat met

horten en stoten en wordt daarom door veel beleggers onterecht genegeerd. Het continent kent 17 actieve beurzen, maar veel genoteerde bedrijven worden nauwelijks gevolgd door analisten. Dat levert unieke kansen op qua stock picking, want sommige bedrijven laten een sterke groei zien dwars door alle conjunctuurschommelingen heen.

Equity Bank Kenia

Binnen het fonds hebben we bijvoorbeeld het aandeel Equity Bank in Kenia geselecteerd. Het aandeel noteert op een koers-winstverhouding van slechts 3,6 bij een dividendrendement van 8,8%. Het bedrijf laat al 10 jaar achtereen een netto-winststijging van zo'n 30% per jaar zien. De bank heeft meer dan 16 miljoen klanten en is actief in zes landen, waaronder Kenia, Uganda en Tanzania. In Congo, het op een na grootste land op het continent qua landoppervlak, wordt een verdubbeling van de winst verwacht. Daar worden 3000 nieuwe rekeningen per dag geopend. Op dit moment heeft slechts 7% van de 100 miljoen inwoners in Congo een bankrekening. Daarnaast is er een lucratieve deal gesloten met de Congolese overheid voor het opzetten van een obligatiemarkt.

Grafiek 2: Procentuele Reële gemiddelde BBP-groei 2023-2027



(bron IMF Okt 2022)

Egypte

Behalve in Kenia heeft het fonds ook posities op de beurzen van Marokko, Nigeria en Egypte. In het afgelopen jaar werd de economie van Egypte geraakt door de oorlog in Oekraïne. Zo importeert het land 85% van zijn tarwe uit Rusland en Oekraïne en maken Russische bezoekers een groot deel uit van de toeristenstroom. Door de gestegen prijzen ontstond een financieringstekort. Een financiële injectie van 22 miljard dollar uit de Golfstaten, die wordt gebruikt voor voedselsubsidies en de landbouwsector, en een deal met het IMF hebben het land geholpen. Daarnaast werd de valuta met 15% gedevalueerd. Ondanks de turbulentie zien we ook hier interessante bedrijven die sterk blijven doorgroeien. Binnen de portefeuille hebben we bijvoorbeeld een positie in OLFI, een Egyptische fabrikant gespecialiseerd in de productie van witte kaas. Voor het tiende achtereenvolgende jaar zijn zowel de omzet als de nettowinst gestegen. Door de crisis zijn kleinere spelers uit de markt verdwenen en heeft OLFI nu een marktaandeel van 42% verworven. Met een populatie die de komende 20 jaar met 30% gaat groeien naar bijna 150 miljoen mensen (projectie United Nations) liggen er gouden kansen voor de Egyptische consumentenmarkt. Ter diversificatie is OLIF ook actief in de productie van melk en vruchtendranken. Het aandeel noteert op slechts 6.4x de winst bij een dividendrendement van ruim 10%.

Centraal Azië

Na de invasie in Oekraïne ontstond de angst dat Rusland ook een oorlog zou beginnen tegen Georgië en Kazachstan, alwaar aandelen aanvankelijk scherp daalden. Gezien de weerstand die het Russische leger trof is de angst langzaam weer afgenomen, helemaal nadat de Chinese president Xi Jinping in september een bezoek bracht aan Kazachstan en daar benadrukte dat China en Kazachstan goede vrienden zijn. Daarmee gaf hij een duidelijk signaal aan Moskou. Dat maakt de weg vrij voor een verder herstel in de markten van centraal Azië.

Handelspoort

Kazachstan is uniek ten opzichte van andere grondstofrijke landen, omdat het een heel breed scala aan grondstoffen heeft. Maar liefst 99 van de 116 elementen uit het periodieke systeem zijn er te vinden. Door de gunstige ligging is het land ook in opkomst als een belangrijk transport- en logistiekknoppunt in de regio. Kazachstan vormt een handelspoort naar een markt van ongeveer 150 miljoen consumenten in landen aan de Kaspische Zee, 50 miljoen in Centraal-Azië en 300 miljoen in West-China. Daarnaast heeft Kazachstan de status van grootste graanproducent in Centraal-Azië en is het de thuishaven van 's werelds eerste en grootste ruimtevaartbasis. Met een groeiende middenklasse biedt Kazachstan handels- en investeringsvooruitzichten voor bedrijven en beleggers die op zoek zijn naar nieuwe kansen in deze groeiende, opkomende markt. Zo heeft het fonds een positie in het Kazachse fintech-bedrijf Kaspi dat met de "Kaspi Super App" meer dan 9 miljoen gebruikers heeft. Het bedrijf liet een winstgroei per aandeel zien van 36% over 2022. Voor 2023 en 2024 ligt de consensus op 26% en 30% groei. Het aandeel noteert op een koers-winstverhouding van slechts 8,2 bij een dividendrendement van 7,8%.

Daarnaast heeft het fonds een positie in DP Eurasia, een masterfranchisenemer van het merk Domino's Pizza in Turkije, Azerbeidzjan en Georgië. Ook dit bedrijf liet, ondanks de koersdaling, op operationeel niveau een sterke ontwikkeling zien. De winkelomzet van DP Eurasia steeg met 75% in de eerste 10 maanden van 2022. In Turkije werden 31 nieuwe filialen geopend wat de sterke vraag weerspiegelt. Daarnaast heeft het bedrijf een netwerk van koffiezaken dat dit jaar is verdubbeld van 15 naar 30 filialen.

Inflows

Overall lijkt de waardering van Frontier Markets te ver naar beneden doorschoten. Dat beleggers hierdoor worden aangetrokken blijkt bijvoorbeeld uit opvallende inflows in het Frontier Markets universum. Zo verdubbelde het aantal uitstaande aandelen in de FM ETF in de laatste 6 weken van 2022. Dit staat gelijk aan een instroom van ongeveer 250 miljoen dollar. Hetzelfde beeld is te zien bij de Amerikaanse Vietnam ETF, waarvan het aantal uitstaande aandelen met ruim 40% toenam in het laatste kwartaal.

Portefeuille

De portefeuille van het TCM Global Frontier High Dividend fonds begint het nieuwe jaar met een verwachte koerswinstverhouding van 9,2x en een prijsboekwaardeverhouding van 1,2. De ROE en het verwachte dividendrendement komt op respectievelijk 19,1 en 6,1%.

Joure, januari 2023

Frontier Markets Team
TCM Investment Funds