

Outlook Frontier Markets 2024

Vertrekpunt

In de afgelopen drie jaar hebben de economieën van de Frontier Markets aanzienlijke uitdagingen gekend. Allereerst was er de impact van de coronapandemie en de daaropvolgende lockdowns. Deze landen misten de uitgebreide monetaire en fiscale steunmaatregelen die in het Westen werden ingezet. De oorlog in Oekraïne veroorzaakte vervolgens een inflatiegolf, met als gevolg een sterke stijging van de voedselprijzen. Dit had vooral in landen met lage lonen een negatieve invloed op de consumptie en investeringen. In landen als Nigeria, Egypte, Sri Lanka en Pakistan schoot de inflatie boven de 25% en meerdere landen binnen het investeringsuniversum ervoeren de grootste crisis in twintig jaar.

Toch positief rendement

Ondanks deze uitdagingen realiseerde de Frontier Markets Index over de laatste drie jaar een positief rendement van 9,4%. Het TCM Global Frontier High Dividend Fonds deed het nog beter met een totaal rendement van 11,3%. Dit weerspiegelt de veerkracht van deze opkomende landen. Ondanks de huidige problemen in tal van landen lijken beleggers steeds meer oog te hebben voor het toekomstige potentieel. In 2023 steeg het fonds met 7,5% en de verwachting is dat deze positieve trend zich zal voortzetten in 2024, gedreven door hervormingen, hogere economische groei en historisch lage waarderingen.

Hervormingen

De economische turbulentie van de afgelopen drie jaar heeft ook een positief effect. Crises fungeren namelijk als katalysator voor belangrijke hervormingen, omdat de tekortkomingen van het bestaande systeem worden blootgelegd wat overheden en beleidsmakers aanzet tot noodzakelijke veranderingen. Deze hervormingen zijn essentieel voor een sterkere en veerkrachtigere economische structuur en leggen de basis voor duurzame toekomstige groei.

Een voorbeeld hiervan is Nigeria, waar na de verkiezing van president Bola Tinubu in mei 2023 hervormingen werden doorgevoerd in het wisselkoerssysteem en het afschaffen van brandstofsubsidies. Hierdoor kwam er geld vrij voor essentiële investeringen in infrastructuur en het verminderen van de olieafhankelijkheid van de economie. Sindsdien is de Nigeriaanse beursindex met meer dan 40% gestegen, maar noteert nog steeds op slechts 7,4 keer de verwachte koers-winstverhouding voor 2024.

Lafarge Cement

Het fonds heeft recent geïnvesteerd in Lafarge Africa, een van de grootste cementproducenten in Nigeria, die profiteert van toenemende investeringen in infrastructuur. Met een marktaandeel van 30%, vier fabrieken (waaronder de grootste in Afrika) en een duurzaam productieproces, is Lafarge Africa een sterke speler in de markt. Het bedrijf won de UNGC award in 2018 en is ondertekenaar van het Parijse klimaatakkoord. Het aandeel noteert op een koers-winstverhouding van maar 9,3x met een dividend van 6,3%.

Binnen de Frontier Markets worden op korte termijn veel meer hervormingen verwacht. In 2024 zijn er verkiezingen in landen als Pakistan, Indonesië, Bangladesh en Sri Lanka en in meer dan 15 Afrikaanse landen. Vooral in Pakistan, Egypte en Kenia worden verdere hervormingen verwacht die nodig zijn voor economisch herstel. Vietnam valt op door zijn openstelling voor buitenlandse investeringen, verbeterde governance en stabiele macro-economische situatie. Vietnam kan in 2024 of 2025 mogelijk promoveren naar een Emerging Market, wat historisch gezien vaak leidt tot een stijging van de aandelenkoersen.

Hogere groei

Volgens recente schattingen van het Internationaal Monetair Fonds (IMF) wordt verwacht dat de economische groei in opkomende landen in 2024 (4%) aanzienlijk hoger zal zijn dan in ontwikkelde landen (1,4%). Binnen het spectrum van frontiermarkten zien we in Azië met name in Bangladesh (6,0%), Vietnam (5,8%) en Indonesië (5%) een sterke groei. Ook in de regio Sub-Sahara Afrika zijn de economische vooruitzichten aanzienlijk verbeterd. Zes van de tien snelst groeiende landen ter wereld in 2024 zijn afkomstig uit deze regio, waaronder Ivoorkust (+6,6%), Tanzania (+6,1%) en Kenia (+5,3%).

Mapi

Een voorbeeld van een bedrijf dat kan profiteren van de aantrekkende groei is Mitra Adiperkase (Mapi) waar het fonds recent een positie op heeft ingenomen. Mapi is de grootste retailer in Indonesië, met een aanwezigheid in 80 steden verspreid over de regio. Met meer dan 3.200 winkels niet alleen in Indonesië maar ook in Maleisië, Singapore, Thailand en Vietnam, toont het bedrijf zijn expansieve groeistrategie. In 2023 bereikte de omzet van Mapi een mijlpaal van EUR 2 miljard, ondersteund door een diverse portfolio van 150 merken en de inzet van 32.000 werknemers. Financieel gezien staat het bedrijf op een stevige basis met een verwachte winstgroei van 15% voor het boekjaar 2024/25. Indrukwekkend is ook de vijfjaarlijkse dividendgroei, die een robuuste 14,87% bedraagt. Het aandeel noteert op slechts 11 keer de verwachte winst voor 2024. Deze groei wordt verder versterkt door de demografische ontwikkelingen in Indonesië. Volgens de Verenigde Naties wordt verwacht dat de bevolking van Indonesië zal groeien van 277 miljoen naar 350 miljoen in 2050. Deze toenemende bevolkingsgroei vertaalt zich in een hogere vraag naar de producten en diensten van Mapi, waardoor het bedrijf goed gepositioneerd is voor voortgezette expansie en succes in de toekomst.

Lage waardering

Frontier Markets zijn op dit moment op basis van koers-winstverhouding (k/w) veruit de goedkoopste beleggingscategorie. De k/w bedraagt slechts 10,7x voor de MSCI Frontier Markets index ten opzichte van 14,5x en 20,7x voor respectievelijk de MSCI Emerging en MSCI World Index. Ook ten opzichte van zijn eigen historische tienjaars gemiddelde noteert de FM index met bijna een 20% discount. Door de specifieke aandelselectie is de waardering van het TCM Global Frontier fonds nog aantrekkelijker. Op basis van het fondsvermogen in relatie tot de som van de winsten van alle bedrijven in portefeuille komt de huidige k/w op 7,5x en dat ligt rond het laagste niveau sinds de oprichting van het fonds.

Lager risico

Door de historisch lage waardering lijkt het neerwaartse risico beperkt te zijn. Hoewel Frontier Markets vaak worden gezien als hoogrisico-investeringen, blijken ze in werkelijkheid minder risicovol dan algemeen wordt aangenomen. Dit is te danken aan hun lage correlatie, zowel ten opzichte van ontwikkelde markten als tussen de afzonderlijke landen onderling. Statistische gegevens van Bloomberg over indextrackers gedurende de laatste 10 jaar tonen aan dat de jaarlijkse neerwaartse volatiliteit (downside volatility) -15,5% en -12,9% bedraagt voor respectievelijk de Emerging Index en de World Index en -12,6% voor de Frontier Index. Dankzij betere diversificatie en aandelselectie

blijkt het TCM Global Frontier fonds zelfs nog minder neerwaarts risico te hebben, met een waarde van -11%.

Safaricom

Een voorbeeld van een in onze ogen ondergewaardeerd aandeel met een, op dit niveau, beperkt neerwaarts risico is Safaricom in Kenia. Het bedrijf met een marktkapitalisatie van 3,85 miljard euro is een prominente speler in de telecom- en fintechsector en een van de meest winstgevende ondernemingen in Oost-en Centraal Afrika. Safaricom bedient meer dan 40 miljoen klanten en heeft een marktaandeel van 70% in Kenia. Sinds de top in 2021 is het aandeel met meer dan 65% gezakt. Het aandeel werd gedumpt door beleggers uit vrees voor de oplopende inflatie en daardoor verslechterende economische voortuitzichten. Toch blijkt uit de cijfers dat het bedrijf wellicht veerkrachtiger is dan gedacht. De omzet steeg in dezelfde periode met bijna 27% en de EBITDA met ruim 8%. Voor de komende drie jaar wordt een groei in de winst per aandeel verwacht van ruim 15% per jaar. Met de verbeterde economische groeiverwachting zoals aangegeven door het IMF en dalende inflatiecijfers lijkt dit aandeel nu ronduit goedkoop gewaardeerd op een k/w van slechts 9x en een dividendrendement van 10,5%.

Concluderend

We denken dat het positieve momentum dat vorig jaar is ingezet verder doorzet in het nieuwe jaar, gesteund door lagere inflatie, verdere hervormingen en hogere economische groei. Vanwege de historisch lage waardering lijkt het neerwaarts risico beperkt en door de lage correlatie ten opzichte van Emerging Markets en ontwikkelde markten is een belegging in Frontier Markets een perfecte toevoeging voor diversificatie van elke beleggingsportefeuille.

Joure, januari 2024

Frontier Markets Team
TCM Investment Funds