

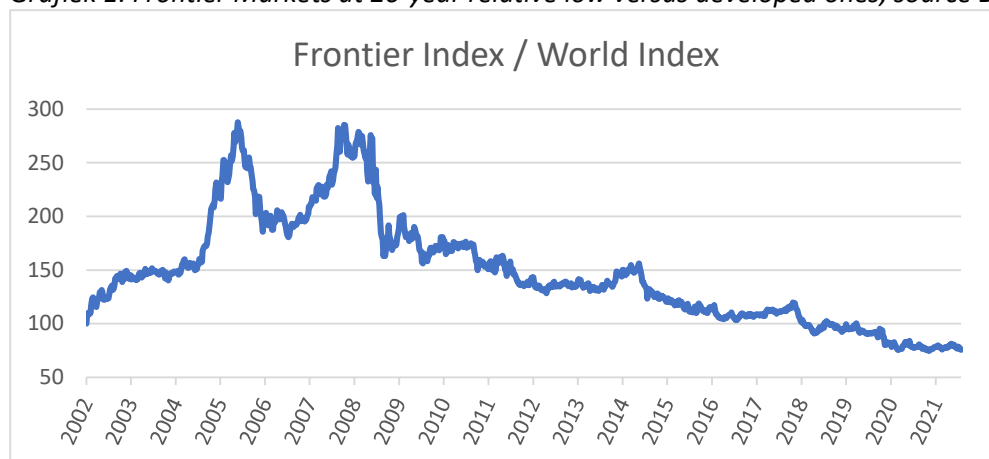
Outlook Frontier Markets 2022

Sinds de bodem in maart 2020 hebben aandelenmarkten een sterke stijging doorgemaakt. Zo is de Amerikaanse S&P500 sindsdien met 82% gestegen, waarbij in 2020 en 2021 respectievelijk 33x en 70x een nieuwe all-time-high werd bereikt. Het is niet vreemd dat beleggers door dergelijke recordstijgingen wat nerveus worden over het vervolg, gezien de afbouw van steunaankopen door centrale banken, de snel gestegen inflatie en het vooruitzicht van renteverhogingen.

20-jarig dieptepunt

Aangezien obligaties uitzicht bieden op een negatief rendement blijven aandelen het meest aantrekkelijke alternatief voor beleggers zolang de risicopremie positief is. In dat opzicht kan een belegging in Frontier Markets een interessante toevoeging zijn aan de portefeuille. Ondanks dat deze beleggingscategorie ook met 60% is gestegen sinds de low in maart 2020, staat de relatieve performance van Frontier Markets (FM) ten opzichte van de ontwikkelde markten (DM) op een 20-jarig dieptepunt (zie grafiek 1) en zijn aandelen in dit segment aantrekkelijk gewaardeerd. In de komende jaren zou FM wel eens beter kunnen presteren dan DM. Daarvoor zijn verschillende argumenten.

Grafiek 1: Frontier Markets at 20-year relative low versus developed ones, source Bloomberg



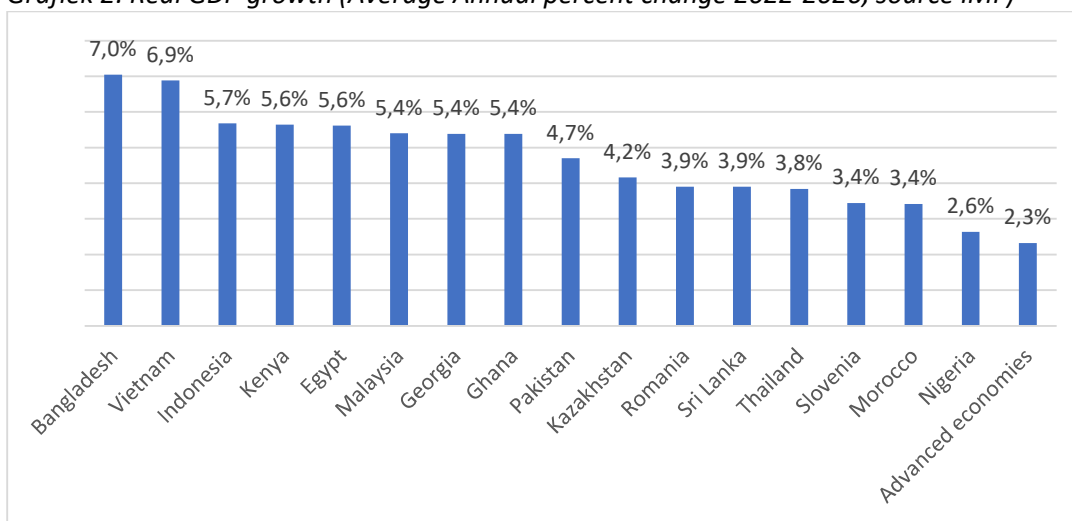
Inflatie en Frontier Markets

Een van de argumenten is dat inflatie over het algemeen meer invloed heeft op groeiaandelen dan op waarde-aandelen. De wereldindex bestaat voor ongeveer 50% uit groeiaandelen en voor de Emerging Markets is dit bijna 65%. De Frontier Markets index daarentegen bestaat voornamelijk uit waarde-aandelen. Als de inflatie en rente stijgen dan zorgt een hogere disconteringsvoet ervoor dat er een lagere waardering wordt toegekend aan de toekomstige kasstromen van groeiaandelen. Hierdoor zien we dat waarde-aandelen veelal beter renderen in perioden van hogere inflatie dan groeiaandelen. De laatste periode waarin de inflatie opliep, tussen 2003 en 2008, zagen we een duidelijke outperformance van FM (+120%) ten opzichte van DM (+45%), gemeten in euro.

Hogere groeivoorzichten

Een ander argument is de economische groei. In tegenstelling tot de VS en West-Europa hebben veel landen in het frontier universum een groot deel van 2021 niet de kans gehad om hun economieën volledig te heropenen vanwege meerdere golven van COVID-19-uitbraken en lagere vaccinatiepercentages. Wanneer het virus milder wordt en de vaccinatiegraad stijgt hebben deze landen nog een inhaalslag te maken. Zoals bijvoorbeeld in Vietnam waar begin 2022 een stimuleringspakket wordt opgestart ter waarde van 15 miljard dollar. Tegelijkertijd zal de economische groei in ontwikkelde landen normaliseren naar een lager niveau als de ongekende fiscale en monetaire stimuleringsmaatregelen worden afgebouwd. In de laatste World Economic Outlook voorspelt het IMF dat de economische groei in de ontwikkelde economieën zal terugvallen naar gemiddeld 2,3% in de komende 5 jaar. De gemiddelde groeiverwachting van de landen uit het frontier universum komt met 4,8% een stuk hoger uit met uitschieters tot 7% voor Bangladesh en Vietnam (zie grafiek 2).

Grafiek 2: Real GDP growth (Average Annual percent change 2022-2026, source IMF)



Vietnam & Bangladesh

Bijna een kwart van het TCM Global Frontier High Dividend fonds is belegd in Vietnam en Bangladesh. De goedkope arbeidskrachten, de politieke stabiliteit en de vele vrijhandelsverdragen maken deze landen aantrekkelijk voor investeerders. Het handelsconflict tussen China en de VS bracht een productieverhuizing naar Vietnam teweeg van grote bedrijven zoals: Samsung, Intel, LG, Nike en Adidas. En deze trend zal ook in 2022 naar verwachting aanhouden, want de coronacrisis heeft het inzicht gebracht dat de productieketens te afhankelijk zijn van China. Er is een lange lijst aan bedrijven die daarom ook naar Vietnam willen, waaronder Apple en Panasonic.

Via zijn 'Made in Bangladesh'-programma zet ook Bangladesh in op aantrekken van buitenlandse investeringen en het vergroten van de lokale productie en consumptie. Merken als Nokia, Oppo en Vivo hebben lokale fabrieken opgezet of werken samen met Bengaalse producenten. Met ruim 175 miljoen actieve mobiele aansluitingen staat Bangladesh inmiddels in de Aziatische top 10.

In Bangladesh hebben we een positie in Grameenphone, de telecomoperator met het hoogste aantal abonnees en het grootste netwerk in Bangladesh. Het aandeel noteert slechts 12,5x de verwachte winst bij een dividendrendement van 8,1%. De ROE ligt op maar liefst 76% en de groeiverwachting van de winst per aandeel voor komend jaar bedraagt 10,5%.

Een van onze laatste aankopen in Vietnam was MBB bank. De bank heeft lagere financieringskosten dan de concurrentie en ziet consumentleningen met gemiddeld 33% per jaar groeien. De

nettowinstgroei voor 2022 en 2023 wordt geraamd op respectievelijk 21% en 19%. Het aandeel noteert op 7x de winst bij een oplopend dividendrendement naar 5,8%.

Afrika

Het TCM Global Frontier High Dividend fonds heeft momenteel een weging van ongeveer 36% 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. Inmiddels hebben 53 landen de African Continental Free Trade Agreement getekend. De overeenkomst heeft als doel om een vrijhandelszone te creëren die 1,3 miljard mensen in 53 landen verbindt tot 1 markt met een gecombineerd (BBP) ter waarde van US \$3,4 biljoen. Door het verlagen van de handelstarieven en wegnemen van allerlei barrières kan de onderlinge handel de komende jaren sterk toenemen want nu handelen Afrikaanse landen nog nauwelijks met elkaar. In Europa gaat bijvoorbeeld 68% van de export naar andere Europese landen. In Afrika is de onderlinge handel nog maar 16,6%. Hier ligt een enorme groeipotentie.

Fintech

Een ander thema met een groot groeipotentieel in Afrika is Fintech. Ongeveer 57% van de Afrikaanse bevolking heeft geen bankrekening. Het heeft invloed op de levenskwaliteit van mensen en het verhindert hen om in hun toekomst te investeren of reserves op te bouwen. Met andere woorden, toegang tot financiële diensten is een essentiële factor. Binnen de portefeuille hebben we een positie in Africa Airtel. Het bedrijf zorgt voor inclusie met het aanbieden van financiële diensten via het mobiele telefoonabonnement. Airtel Africa bedient ongeveer 118 miljoen klanten in 14 landen, voornamelijk in Oost-, Centraal- en West-Afrika, waaronder Kenia, Oeganda en Nigeria.

Veruit het meest interessante onderdeel van Airtel's activiteiten is echter de levering van mobiel bankieren via haar meerderheidsbelang in Airtel Money. Hoewel dit onderdeel tot nu toe slechts 20 miljoen klanten heeft, groeit het klantenbestand met 30% per jaar en daarom willen grotere bedrijven er graag in investeren. Mastercard heeft een klein belang in de dochteronderneming gekocht, waardoor Airtel meer geld kan investeren in uitbreiding. Hoewel de aandelenkoers van Airtel sinds maart 2020 is verdrievoudigd en aanzienlijk boven de piek van vóór de crisis ligt, wordt het nog steeds verkocht voor een zeer lage 11 keer de winst voor 2022, met een dividendrendement van 4%.

Duurzame energie

Een van de kernlanden in Africa binnen het fonds is Kenia met een weging van bijna 8%. Voor 2022 wordt een BBP-groei van 6% verwacht. Vanwege de hoge groei neemt de vraag naar elektriciteit ook sterk toe. President Uhuru Kenyatta heeft de internationale gemeenschap op 2 november jl. in Glasgow verteld dat Kenia vastbesloten is en op koers ligt om tegen 2030 een volledige transitie naar schone energie te realiseren.

Binnen de portefeuille hebben we recent een positie ingenomen op Kenya Electricity Generating (KenGen). Dit bedrijf wekt duurzame energie op met een nieuwe techniek waarbij ze 3 kilometer diep in de grond boren naar aardwarmte en zo stoom van 350 graden naar boven halen wat turbines aandrijft. Door de nieuwe techniek zit er sterke groei in de productie en zijn tevens de inkomsten stabiel geworden aangezien deze duurzame geothermische opwekking niet afhankelijk is van het weer. KenGen is marktleider en 60% van de inkomsten komen inmiddels uit de geothermische opwekking. Het bedrijf voert nu gesprekken over uitbreiding naar andere Afrikaanse landen zoals: Djibouti, Congo en Rwanda. Het aandeel noteert op slechts 2x de verwachte winst voor 2022 bij een dividendrendement van 9,4%.

Pakistan

Met een weging van ruim 8% is Pakistan een van de kernlanden binnen de portefeuille voor het komende jaar. Het land werd eind vorig jaar gedowngraded van Emerging naar Frontier Market door indexprovider MSCI vanwege te lage liquiditeit en omvang. De herclassificatie kan gunstig uitpakken

voor Pakistan door vermindering van de verkoopdruk door buitenlanders. Buitenlanders hebben sinds 31 december 2019 aandelen ter waarde van USD 730 miljoen (netto) verkocht waarvan ongeveer USD 159 miljoen netto in het afgelopen jaar. Mede daardoor noteert de Karachi Stock Exchange 100 index nu op een koers-winstverhouding van 4,9x en dat is een discount van 38% ten opzichte van het historische gemiddelde van 8,1x. De markt gaat uit van een winstgroei van 12,4% voor 2022. Verder trekt de economische groei aan van 3,94% vorig jaar naar 5,17% voor 2022. Binnen de portefeuille hebben we bijvoorbeeld een positie in OGDC, het grootste olie- en gasexploratie- en productiebedrijf van Pakistan. Het aandeel is zo sterk gedaald dat het momenteel wordt verhandeld tegen een impliciete olieprijs van USD 15,90 in vergelijking met de huidige Arab Light Price van USD 75. Het aandeel noteert op een koerswinstverhouding van 3,1x met een dividendrendement van 14%.

Portefeuille

De totale portefeuille van het TCM Global Frontier High Dividend fonds begint het nieuwe jaar met een verwachte koerswinstverhouding van 10,3x en een prijsboekwaardeverhouding van 1,5. De ROE en het verwachte dividendrendement komt op respectievelijk 17,5 en 6,2%. Voor het fiscale jaar 2022 bedraagt de verwachte winstgroei per aandeel van de portefeuille holdings bijna 20% (bron: Bloomberg). De komende 2 jaren beloven goede jaren te worden voor de dividendstrategie van het fonds. Bedrijven die in coronatijd te voorzichtig zijn geweest en toen hun geld opspaarden, al dan niet op last van toezichthouders, zullen naar verwachting alsnog gaan uitkeren aan aandeelhouders.

Joure, januari 2022

Frontier Markets Team
TCM Investment Funds