

TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV NOVEMBER 2011



Månadsbrev november 2011

Tillväxtmarknader under november

Tillväxtmarknadsindex MSCI EMF (USD) sjönk 6,7% under månaden (2,5% i SEK). Förnyad oro kring euron, nu med adderat fokus på Italien, tyngde de flesta av världens marknader. Ett koordinerat stödprogram för att förse banksystemet med kortfristig USD-finansiering och där såväl FED, ECB, Bank of England, Japan, Kanada och Schweiz deltog innebar kraftiga uppgångar på öppna aktiemarknader och ett kraftigt fall i USD (2% mot SEK t ex) på månadens sista dag. Riskaversion har annars fortsatt varit temat vilket diagram 1 nedan visar. Diagrammet visar VIX index jämfört med MSCI Emerging Markets Index. VIX är ett volatilitetsindex som mäter den implicita volatiliteten i optioner handlade på Chicagobörsen. Högre värden innebär att investerare är beredda att betala mer för att skydda sig mot kursrörelser.

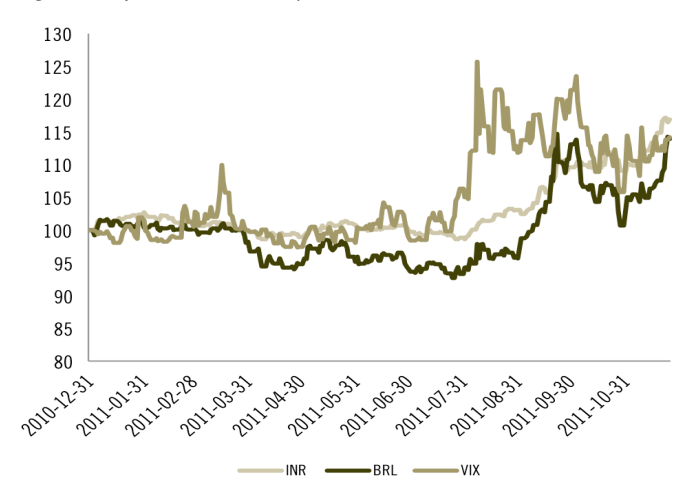
Kraftigt försvagade valutakurser på en del av de större tillväxtmarknaderna, t ex Brasilien och Indien, tyder på utflöde av utländskt kapital. Diagram 2 visar en relativt tydlig koppling mellan uppgången i volatilitetsindex och försvagningen av den brasilianska realen och indiska rupeen. Det visar också baksidan av att ha en alltför stor del av sitt sparande på marknader där alla andra utlänningar också har investerat.

På kort sikt är det tveklöst så att utvecklingen på de flesta av världens tillväxtmarknader, och aktiemarknader överhuvudtaget, kommer styras av aptiten på risk – eller avsaknaden av denna. I en jämförelse med 2008 finns det gott om utrymme för att riskaversionen skall bli än sämre. Det man som investerare ska bära med sig är att när dammet väl lagt sig och investerare åter allokerar sitt kapital på det sätt man tror sig nå långsiktigt högst avkastning på sitt kapital kommer sannolikt den sedan tio år pågående omallokeringen av kapital från utvecklade marknader till tillväxtmarknader att accelerera.

Diagram 1: VIX jämfört med MSCI Emerging Markets



Diagram 2: VIX jämfört med indiska rupeen (INR) och brasilianska realen (BRL)



Månadsbrev november 2011 - Tundra Rysslandsfond

Marknaden

Ryska aktiemarknaden agerade som derivat på upp- och nedgångar i riskapit under månaden. Som vi skrev i inledningen framförallt som en funktion av utvecklingen av skuld-krisen i EMU, men även budgetdiskussionen i USA och oro kring inköpschefsindex i Kina. Under den första veckan av månaden steg ryska börsen, driven av ökad riskapit och stigande oljepris. Brent steg från USD 107 till USD 115 dollar per fat. Därefter föll marknaden för att som mest vara på minus 10% för månaden i USD-termer. Månaden slutade slutligen med ett lite rally vilket summerades till en uppgång för MSCI Russia (SEK) om 4,1% .

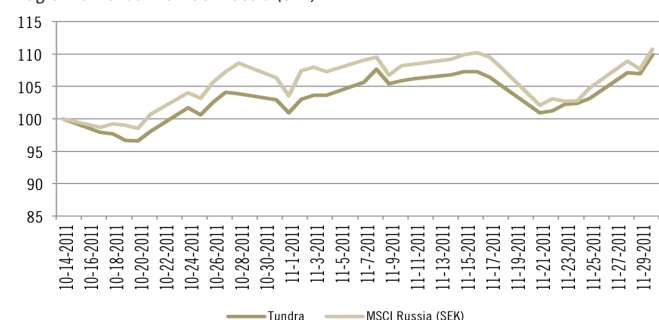
Fonden

Tundra Ryssland steg under samma period med 6,8% och blev därmed bästa rysslandsfond i Morningstars rysslandskategori (23 fonder). De aktier som utvecklades bäst i fonden var Federal Grid +22,5%, MTS +18,4%, Sistema +16,6% och Mostotrest +13,2%. Federal Grid var mycket lågt värderat vid ingången av perioden och det krävdes därmed inte stora intressen för att flytta aktien. MTS kom med en stark rapport för årets första nio månader som överraskade marknaden. Det gav även effekt på investmentbolaget Sistema vars absolut största innehav är just MTS. Vi tycker dock fortfarande rabatten i Sistema är hög. Mostotrest steg mot bakgrund av fortsatt mycket god ordergång på infrastrukturprojekt.

Vår exponering mot Nomos Bank -16,0%, X5 -12,9% Novolipetsk -11,3% och VTB -9,4% var de mest kostsamma under månaden. Nomos Bank och VTB drabbades av allmän riskaversion för banker globalt sett men även på grund av högre upplåningskostnad lokalt i den ryska marknaden. Både VTB och Nomos förlitar sig till en väsentlig del på upplåning via marknaden snarare än via privat- och företagsinlåning (såsom Sberbank). X5 utvecklades svagt då de meddelade att de inte kan leva upp till sin tidigare guidning avseende tillväxt för helåret. Novolipetsk kom med mycket svagt resultat för årets första nio månader. Marginalerna är redan nu lägre än de var 2008-09.

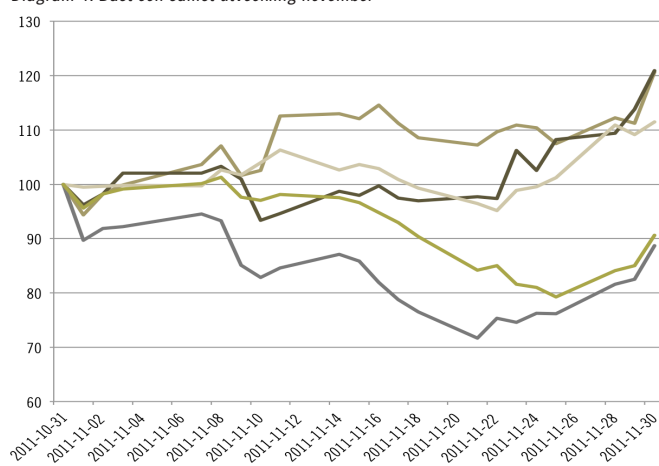
Vi adderade tre nya innehav till fonden under november månad. Vi har investerat i ytterligare två kraftaktier TGK 1 och MRSK Holding vilket gör kraftsektorn till den största efter olja- och gassektorn. Den tredje nya aktien i fonden är Transneft, vilket äger alla större oljeledningar för olja- och oljeprodukter i Ryssland. TGK 1 är en regional kraftproducent i St Petersburg. Hälften av deras produktion är vattenkraft. Även om St Petersburg inte har lika hög tillväxt som Moskva är utvecklingen god. Vi tycker aktien är för billig med P/e tal under 5 för nästa år. Finska Fortum är näst största ägare med drygt 25% ägande vilket ger ett viss aktieägar skydd. MRSK Holding, motsvarande elnätsägare i Sverige, kommer per den första december ingå i MSCI Russia index.

Diagram 3: Fonden vs MSCI Russia (SEK)



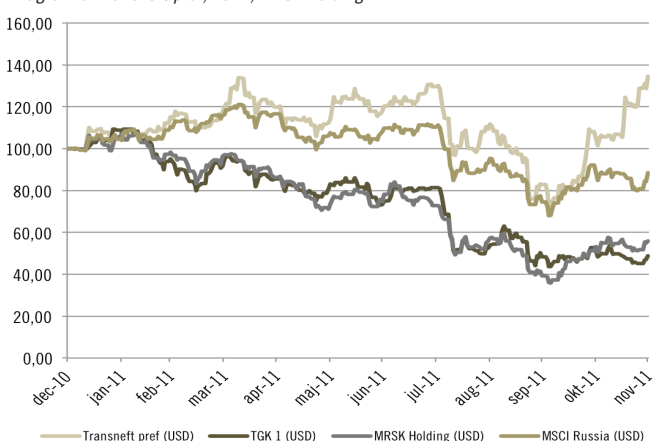
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Diagram 4: Bästa och sämst utveckling november



Källa: Bloomberg

Diagram 5: Transneft pref, TGK1, MRSK Holding



Källa: Bloomberg

Månadsbrev november 2011 - Tundra Rysslandsfond

Nyhetsflödet under året har varit negativt för MRSK Holding pga av höjda distributionskostnader. Nu är snart valen avklarade i Ryssland varför vi tror tariffhöjningarna i juli nästa år kan bli mer enligt långsiktig plan. Vi har under en längre tid haft den under bevakning. I Transneft sker en mycket intressant utveckling. Bolaget är mycket lågt värderat i förhållande till sina tillgångar. Transneft preferensaktie ska dela ut 10% av vinsten på moderbolagsnivå.

Fram till nyligen har dock inte alla vinster i bolaget redovisats på moderbolagsnivå. Detta har inneburit att bolaget inte haft så hög utdelning som är motiverat givet den totala vinstnivån. Det som har skett är dock att vinsten för nio månader stiger relativt kraftigt samtidigt som bolaget har börjat träffa analytiker från mäklarsidan.

Det kan tolkas som att ledningen börjat bry sig om aktiekursen, vilket innebär att vi vill vara positionerade då omvärderingen av bolaget kan bli stor.

Utöver våra tre nya innehav har vi i slutet av månaden ökat positionerna i VTB och X5. I båda fallen för att vi gjort bedömningen att marknaden hade tryckt ned aktierna alltför mycket på kort sikt. X5 har därefter kommit med en rapport som var lite bättre än marknads förväntningar, vilket innebar att aktien har återhämtat sig något. Tundra Fonder är långsiktiga investerare men det hindrar oss inte för att göra korta affärer i det fall vi upplever att marknaden överreagerat. Under november sålde vi vårt innehav i byggbolaget LSR på kurs USD 4,65 då vi tyckte aktien rusat iväg alltför mycket på alltför kort tid. I slutet på månaden köpte vi

tillbaka aktien drygt 20% lägre. Detta kommer inte vara en avgörande del i hur vi förvaltar men även vi vill ta oss frihet i att kunna ta hem en vinst om vi tycker marknaden handlar upp en aktie för kraftigt på för kort tid.

Är det en rysk charmoffensiv på gång?

Utöver statligt kontrollerade Transneft (se text ovan) har det kommit tydliga indikationer om att även Gazprom kommer att höja utdelningen kraftigt nästa år vilket skulle innebära en direktavkastning på nästan 5% i skrivande stund. Indikationen om kraftigt höjd utdelning för nästa år har delgivits Finansministeriet. Den kommer med allra största sannolikhet inte revideras då Finansministeriet räknar med pengarna därefter. Varför börjar dessa statliga bolag att synliggöra vinster och dela ut mera av sina vinster? Uppenbarligen vill staten ha högre utdelning. Utdelningen från de statliga bolagen skulle kunna utgöra en betydande del av statens budget.

Vidare vill staten privatisera bolag under 2012 (bla Rushydro, Rosneft, Federal Grid) och få rimligt betalt för dessa. Det bästa sättet att få bra betalt är förstås att höja värderingen på de redan noterade statliga bolagen som Gazprom och Transneft. Ryssland har diskuterat WTO medlemskap sedan 1993. Nu tyder allt på ett fullständigt medlemskap inom kort. Ryssland som är den 11e största ekonomin i världen är den största ekonomin som inte ingår i WTO. Använder vi köpkraftsjusterad BNP är Ryssland den 6e största ekonomin i världen.

Tabell 1: 10 största innehav

Bolag	Börsvärde (USD m)	Tundra vikt i portfölj	Kort beskrivning	P/E			
				2011	2012E	Dir. avk. (senast)	% förändr 1 mån
Sberbank (ADR och pref)	61307	8,7%	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	6,2	6,4	1,1%	11%
Gazprom	138000	6,6%	Rysslands (och världens) största gasproducent	3,2	3,2	1,7%	-1%
Rosneft	76572	6,5%	Rysslands största oljebolag, statligt kontrollerat	5,8	6,2	1,1%	2%
Lukoil	46951	5,9%	Rysslands största privatägda oljebolag	4,0	4,2	3,1%	-4%
Federal Grid (FSK)	11575	4,7%	Äger alla högspänningsledningar i Ryssland	11,8	10,4	0,5%	21%
X5	6600	4,4%	Rysslands största (mätt i omsättning) livsmedelsdetaljist	24,2	14,9	0,0%	-13%
Surgutneftegaz pref	34500	4,3%	Ett av Rysslands största men också mest slutna oljebolag. Låg värdering, hög direktavkastning	3,6	4,3	6,9%	8%
MTS	17853	4,1%	Rysslands största mobilteleoperatör	11,7	10,1	6,1%	21%
LSR Group	2330	4,0%	Vertikalt integrerat byggbolag, fokus på billigare lägenheter	22,2	9,6	2,4%	-11%

Månadsbrev november 2011 - Tundra Rysslandsfond

Att Ryssland slutligen blir WTO medlemmar har inte uppmärksammats speciellt mycket i Sverige. Detta är av stor vikt för Ryssland. Landet kommer att få en officiell inbjudan i december och Ryssland har sedan fram till juni 2012 att ratificera (fastställa exakta villkor och erhålla politiskt godkännande). WTO medlemskap kommer snart därefter och över tiden kommer tullar och tariffer harmoniseras med omvärlden. Det kommer att vara begränsningar på hur höga tullar och tariffer får vara.

Ryssland har gått med på att sänka sina tariffer på import med i genomsnitt 50%. Detta kommer i vissa fall ta 7-8 år men det kommer att gå i den riktningen. Det kommer exempelvis göra det mycket svårt för Ryssland att införa exportstopp för spannmål så som de gjorde andra halvåret 2010 och första halvåret 2011. Det kommer att införas regler och procedurer på hur förtullning ska ske. I kontakt med svenska och andra utländska företag som importerar till Ryssland är de tydliga med att tullhantering för närvarande är ett stort problem.

Samtidigt måste EU och USA sänka eller ta bort tullar på ryska varor. Detta gäller framförallt de ryska stålbolagen. Viktigare på kort sikt innebär WTO att utländska företag erhåller ett helt annat legalt skydd än tidigare. Skydd av immateriella tillgångar som varit ett mycket stort problem i Ryssland men även bättre legalt skydd överhuvudtaget. Tvister kommer att kunna tas upp i internationella domstolar även om den Ryska staten är den ena inblandade i en legal konflikt. I tidigare nya medlemsländer i WTO har utländska direktinvesteringar ökat kraftigt.

Detta är något Ryssland behöver. Landet behöver både kapital och kunskap från omvärlden. Vinter OS 2014, Fotbolls VM 2018 och nu WTO medlemskap. Ryssland vill vara fullvärdiga medlemmar i den internationella gemenskapen.

Presstopp: Putins Enade Ryssland tappar stöd i Dumavalet

Söndagen den 4e december var det Dumaval i Ryssland. När ca 95% ca rösterna var räknade hade Enade Ryssland (Putins parti) fått 49,7% (2007: 64%), Kommunistpartiet 19% (11,6) Rättvisa Ryssland 13% (7,7) Liberaldemokraterna 11% (8,1). Valdeltagande var omkring 60% vilket var ungefär det samma som för 4 år sedan.

Eftersom tre partier inte klarar 7% spärren för att få plats i Duman så behåller dock Enade Ryssland egen majoritet i Duman även framledes. Det har i svensk och utländsk media förekommit rapporter om valfusk, hackerattacker mot valobservatörer och olika media. Det är även vissa valresultat som är lite märkliga. I Tjetjenien ska 99,5% ha röstat på Enade Ryssland och i Mordovia fick partiet 90% av rösterna. Enligt uppgift var valdeltagandet i Rostov Oblast 146%.

Duman tar ett tydligt steg till vänster jämfört med tidigare i och med Kommunisterna och Rättvisa Rysslands ökade stöd.

Det finns ett stort missnöje i Ryssland att man inte har fått det bättre under de senaste åren. Fram till 2007 steg reallönerna under de flesta år med mer än 10%. De senaste åren har ökningarna varit betydligt mer blygsamma. Det finns även ett missnöje med den utbredda korrruptionen i Ryssland. Att inte rösta på Enade Ryssland är ett sätt att uttrycka detta missnöje. Intressant var valutfallet i St. Petersburg som är Putin hemstad. Där fick Enade Ryssland 30%, Rättvisa Ryssland 25%, Kommunisterna 16% och liberala Jabloka 12%.

På kort sikt innebär resultatet inte några stora förändringar. Men på längre sikt så visar det att Putins stöd inte är självklart. Den stora massan av ryssar behöver få det bättre för att ge fortsatt stöd. Konsekvenser på kort sikt blir antagligen större utslag av nationalism, sociala utgifter kommer att öka. Eventuellt kan det innebära vissa reformer, men de kommer i sådana fall tidigast efter presidentvalet den 4e mars.

Månadsbrev november 2011 - Tundra Pakistanfond

Marknaden

KSE100 index föll 2,8% (PKR) under månaden och -0,9% i SEK. Den genomsnittliga dagsomsättningen på USD 27 miljoner var den lägsta sedan januari 1998. De låga dagsvolymerna aktualiserar igen reavinstskatten (7,5-10% reavinstskatt på kortsiktig handel) som Pakistan införde juli 2010. Det talas på marknaden om att en översyn av denna kommer att ske under december månad. Förväntningarna kring en förändring är dock lågt ställda. På kort sikt är en eliminering av skatten sannolikt den potentiellt mest positiva nyhet marknaden skulle kunna erhålla. Av de större bolagen var månadens vinnare Engro (1,8% av index) med 9,0% uppgång (se kommentar nedan). Marknaden stöttades annars framförallt av största olja- och gasbolaget OGDC (23% av index) som steg 5,3% under månaden. Fauji Fertilizer (5,0% av index) och Nestle Pakistan (4,5% av index) var stora förlorare bland övriga större bolag med nedgångar på 15,2% respektive 16,3%. Det var en marknad som präglades av låga volymer, där ingen särskild sektor stack ut men med stora rörelser inom respektive sektor. Politiska händelser dominerade nyhetsagendan. Läs mer om detta längre ned i brevet.

Fonden

Fonden föll 1,0% under månaden. Fondens naturliga undervikt i OGDC (se ovan) tyngde den relativa utvecklingen med omkring 1,5% under månaden precis som föregående månad. National Refinery (2,7% av fonden) tyngde med en nedgång närmare 19%. Även innehavet i Packages (-25%) tyngde utvecklingen. Bland enskilda större innehav utmärkte sig Engro positivt (se ytterligare kommentar nedan). Även United Bank och Engro Foods bidrog positivt till fondens utveckling med försiktiga uppgångar i båda fallen.

Pakistans största konglomerat Engro, med verksamhetsfokus på gödselproduktion, steg 8,8% medan största renodlade gödseltillverkaren Fauji Fertilizer föll 15,2%. Förklaringen är att pakistanska staten gör en översyn av gödseltillverkarnas prissättning lokalt. Såväl priset på naturgas och gödsel är prisreglerat i Pakistan (30-40% under världsmarknadspri- ser) och gödselproducenterna har statliga garantier kring hur mycket gas de har rätt att erhålla för att kunna planera sin verksamhet. Gödseltillverkarna har dock haft rätt att höja priset på gödsel om de inte får full leverans av gas (och tvingas dra ner produktionen). I nuläget överstiger naturgas- efterfrågan i Pakistan faktiska tillgängligheten med 20-30%.

Tillgängligheten till gas varierar dock mellan producent och producent. En del producenter (som Fauji) har haft mycket begränsade problem med gasleveranser medan andra producenter (som Engro) haft större. Prishöjningsmöjligheten på gödsel har dock gällt alla producenter. Detta har kortsiktigt varit mycket positivt för Fauji men i våra ögon icke uthålligt. Vi tycker både Engro och Fauji Fertilizer är långsiktigt intressanta investeringar, ställt i perspektivet av en uthålligt avreglerad marknad, men har i det korta perspektivet föredragit Engro. Det huvudsakliga skälet till detta är just marknadsanomaliteters tendens att över tiden försvinna.

Diagram 6: Tundra Pakistanfond vs KSE100 index (SEK)

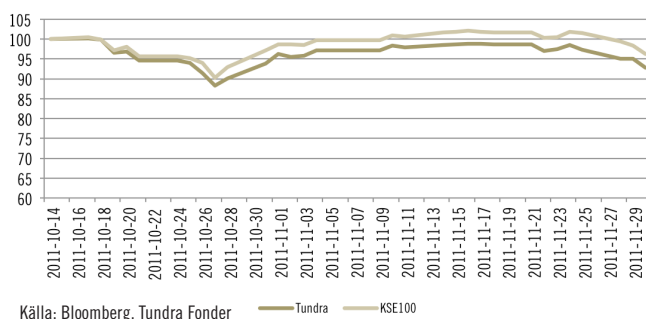
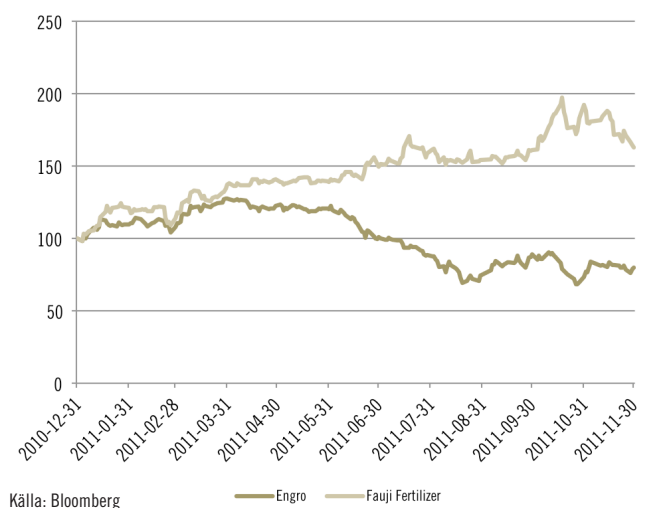


Diagram 7: Engro vs Fauji Fertilizer 2011



Månadsbrev november 2011 - Tundra Pakistanfond

Tabell 2: 10 största innehav

Bolag	Börsvärde (USD m)	Tundra vikt i portfölj	Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)	% förändr 1 mån
				2011*	2012E		
MCB Bank	1433	8,7%	Pakistans fjärde största bank, bäst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%	5,9	5,7	7,7%	-5,0%
United Bank	792	8,1%	Pakistans tredje största bank, duktiga på IR, innebär sannolik primär beneficiär vid ökat utländskt intresse	5,2	4,9	9,6%	2,6%
National Bank of Pakistan	792	7,9%	Pakistans största bank men fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning 5,8	4,0	4,1	14,4%	-4,3%
OGDC	7472	7,6%	Pakistans största olja- och gasbolag	8,8	7,6	3,6%	5,3%
Engro Foods	205	4,4%	Pakistans "Unilever", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag	17,6	16,1	0,0%	1,3%
Engro Corp	570	4,3%	Pakistans största konglomerat, fokus på gödselproduktion	6,2	4,6	4,4%	8,8%
Pakistan State Oil	473	4,0%	Pakistans största distributionsbolag av petroleumprodukter	3,4	3,4	4,1%	-0,1%
Pakistan Petroleum	2574	4,0%	Pakistans näst största olja- och gasbolag	5,8	5,4	3,7%	-1,4%

* Standard räkenskapsår är 30 juni, vissa bolag tillämpar dock kalenderår

Månadsbrev november 2011 - Tundra Pakistanfond

En månad präglad av politiska händelser

Det var en månad som framförallt präglades av politiska händelser. Månaden började bra. Den 2 november tillkännagav Pakistan det historiska beslutet att Indien givits s k "most favored nation status". Detta innebär att ett stort antal tullar och handelsbarriärer framöver kommer tas bort, visumprocesserna kommer förenklas osv. I samband med tillkännagivandet angavs en målsättning att handel mellan Indien och Pakistan de närmaste 5 åren skall tredubblas, från nuvarande omkring USD 1,5-2 mdr. Viktigare än så är dock det politiska budskapet som ges.

Relationen med Indien har historiskt varit ansträngd och de båda länderna ser fortsatt sin granne som det säkerhetspolitiskt största hotet. En upptining av relationen mellan Indien och Pakistan skulle innebära en betydande minskning av den upplevda säkerhetspolitiska risk som idag förknippas med Pakistan. Nyhetsflödet vände dock senare under månaden i negativ riktning.

Den 21 november uppdagades den s k "memogateskandalen". En pakistansk affärsman visade för lokal media upp ett brev han säger sig ha fått i uppdrag från Pakistans ambassadör i USA (Haqqani) att överlämna till amerikansk militärledning. Brevet sägs innehålla ett önskemål om assistans att hantera eventuella reaktioner från den pakistanska militären i samband med att Osama Bin Laden dödades på pakistansk mark den 2 maj. Händelsen skapade stort rabalder, framförallt bland oppositionen. Trots Haqqanis bedyring om sin oskuld valde han efter samtal med premiärminister Gilani ändå att avgå. Oppositionen fortsätter dock att försöka skapa rubriker i frågan och de exakta omständigheterna är under utredning. Den 26 november inträffade så den tragiska NATO incidenten där minst 24 pakistanska militärer skall ha omkommit när NATO styrkor attackerade en pakistansk militärpost på pakistansk mark.

Liknande incidenter har hänt ett flertal gånger under de senaste åren men inte med denna omfattning. Händelsen har orsakat stor vrede i Pakistan och komplicerar redan ansträngda relationer med USA och NATO ytterligare. Pakistan reagerade omedelbart med att stänga av transportvägar för material till NATO styrkorna som delvis passerat Pakistan på väg mot Afghanistan. Incidenten inträffade dessutom vid en tidpunkt då en majoritet av Pakistans befolkning anser att Pakistan fått betala ett alldeles för högt pris för sin insats i kriget mot terrorismen och att man fått alldeles för lite tillbaka från USA och omvärlden. Händelsen kommer nu utredas av NATO.

Resultatet av denna utredning kommer presenteras preliminärt 23 december. Under tiden har Pakistan tillfälligt stoppat förnödenhetstransporter som går genom Pakistan till NATO trupperna i Afghanistan och Pakistan har avstått från att delta vid ett planerat europeiskt möte rörande Afghanistanfrågan. Som vi skrev i en separat kommentar den 28 november tror vi, trots de av förståeliga skäl mycket starka känslor som just nu råder, att det ligger i båda parter intresse att behålla en fungerande relation. För USA p g a att man behöver Pakistans stöd med Afghanistan efter 2014 och för Pakistan p g a behovet av att integrera sin ekonomi med västvärldens. På kort sikt innebär detta tyvärr ett tydligt bakslag och ökad politisk osäkerhet, något som kommer tynga marknaden tills tydligare riktlinjer kring det framtida samarbetet kan uppvisas.