

TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV DECEMBER 2011



Ett förlorat år för tillväxtmarknader

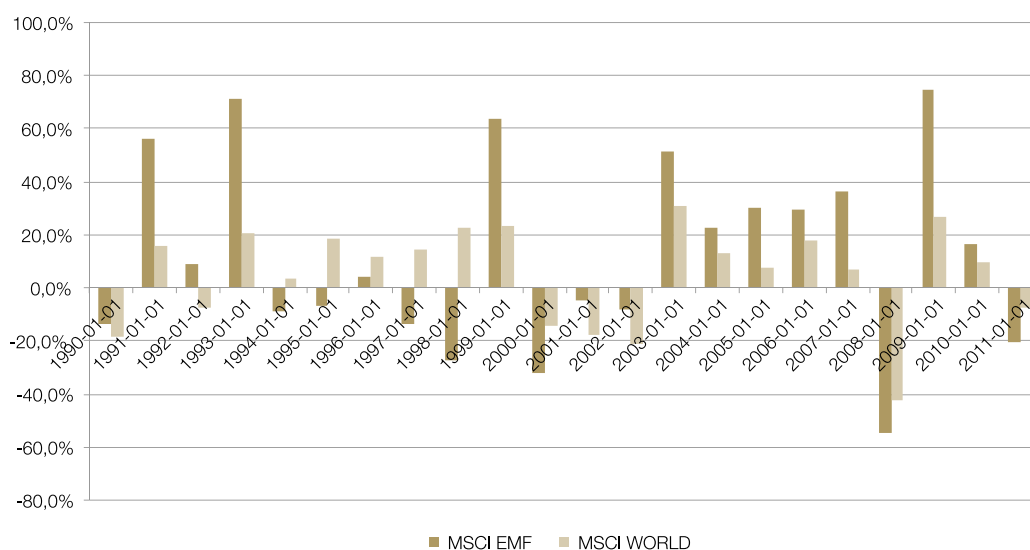
2011 ser ut att bli det sämsta året för tillväxtmarknader sedan 2008 i termer av kapitalflöden ut från tillgångsklassen. I en analys från Citibank daterad 20 december konstaterades totala utflöden enligt EPFR om (fram till tidpunkten) USD 41,2 mdr (4,3% av totalt förvaltad kapital) jämfört med USD 49,5 mdr (6,3% av förvaltad kapital) 2008. Bland enskilda marknader i rapporten utmärker sig Indien med utflöden om USD 4 mdr (9,1% av förvaldade fonders kapital), följt av Kina (USD 2,7 mdr; 4,9%) och Brasilien (USD 1,8 mdr; 7,2%).

2011 blev tillika det andra året sedan 2000 (det andra året var 2008) då tillväxtmarknader (MSCI EMF) utvecklades sämre än utvecklade marknader (MSCI World) med en nedgång på 20,4%, jämfört med utvecklade marknader 7,4%. Med statistik går det dock att visa vad man vill. Pessimisten skulle peka på perioden 1994-1998 då tillväxtmarknader gick sämre än utvecklade marknader 5 år i rad. Realisten skulle nog kontra med att detta var en period med exceptionella problem på ett antal stora tillväxtmarknader. Pesokrisen december 1994 ledde till kringeffekter (s k Tequilaeffekten) där andra länder med till synes känsliga valutor, t ex Argentina, Brasilien men även Filippinerna, drabbades under 1995 och 1996. Efterföljande oro kulminerade sedan i kriser först i Centraleuropa, sedermera de mer förödande

Asienkrisen och Rubelkrisen 1997-1998. Oron under denna femårsperiod var relativt koncentrerad till diskussionen huruvida investerare övervärderat ländernas valutor efter att ett antal år dessförinnan översköljt länderna med kapital. Denna gång är själva utgångspunkten ironiskt nog närmast det motsatta med ett ifrågasättande kring eurons beständighet men – just nu i skymundan – även en förnyad diskussion kring dollarns möjligheter att behålla sitt världsherravälde i framtiden. Vilka valutor som är s k ”säkra hamnar” är inte längre så självklart men en allt vanligare åsikt är att en korg av valutor på tillväxtmarknader långsiktigt ter sig säkrare än såväl euro som USD.

Man kan diskutera och analysera spridningseffekter i all oändlighet. I våra ögon är det mest sannolika dock att den relativt svagare utvecklingen på tillväxtmarknader 2011 huvudsakligen speglade uppgången i generell riskaversion (se föregående månadsbrev) snarare än markerade startpunkten för en period av strukturell underavkastning liknande 1994-1998. Detta sagt kvarstår samma orosmoment som pressade våra marknader 2011 inför 2012 men man bör bära med sig att tillgångsklassen tillväxtmarknader inte gått sämre än utvecklade marknader två år i rad sedan just perioden 1994-1998 de senaste 22 åren.

Diagram 1: Tillväxtmarknader vs Utvecklade marknader 1990-2011



Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Extra appendix för den tabellhungerige

Vi bifogar som extra årsskiftesmaterial i appendix längst bak i månadsbrevet en tabell över de viktigaste tillväxtmarknadernas utveckling samt respektive valutors utveckling under 2011, 3 år samt 5 år.

Månadsbrev december 2011 - Tundra Rysslandsfond

Marknaden

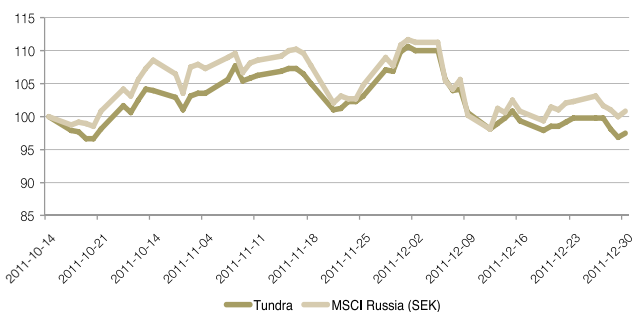
Den ryska aktiemarknaden nådde sina högsta nivåer 2/12, dvs fredagen före Dumavalet. Marknaden föll sedan tillbaka 15% relativt snabbt fram till Lucia varefter den stabiliserades och månaden stängde med en nedgång för MSCI Russia (SEK) om 9,1%. Under månaden utvecklades Ryssland närmare 10% sämre än tillväxtmarknader som helhet och rubeln föll omkring 3% mot sin vägda korg av USD och Euro under december. Under december har det varit tydligt att politisk risk åter pris-sätts i ryska aktier. Ryssland har haft 11 år av politisk stabilitet och politisk förutsägbarhet men med tanke på omfattningen av protesterna efter Dumavalet är det inte lika självklart längre. Det finns en osäkerhet vad protesterna kommer att innebära och en del investerare har tagit det säkra före det osäkra och sålt av delar av den ryska portföljen. Vi diskuterar politisk risk i stycket "Politisk risk – eller politisk möjlighet?" längre ned i månadsbrevet.

Fonden

Tundra Ryssland föll med 11,3% under månaden jämfört med marknaden som föll med 9,1%. Fondens koncentrerade portfölj innebär att enskilda sektorer, men även enskilda positioner, utveckling syns tydligt i fondens utveckling. I december var detta inte till vår fördel. Kraft- och finanssektorn där fonden har betydande övervikter utvecklades denna månad mycket svagt. Kraftsektorn var svagast sektor med 17% nedgång. Därtill uppvisade enskilda av våra mindre case, såsom LSR (-21%), en svag utveckling under månaden. Den största positiva nyheten under månaden var Rysslands medlemskap i WTO. Denna händelse som vi väntat på i 18 år kom dock helt i skymundan av övriga politiska händelser i spåren av Dumavalet. Bästa

positioner under månaden var Lukoil (-6%), Gazprom (-7%) och Tatneft (-7%). De mest kostsamma MRSK (-27%), Rushydro (-23%) och Federal Grid (-22%) samtliga inom kraftsektorn. Vi har 4 nya innehav Tatneft, EDC, CTC Media och Magnit i fonden. Största försäljningen för månaden var Gazprom. Vi drabbades som sagt hårt av nedgången i kraftsektorn under december. Med en nedgång om 40% för året som helhet "hann nästan sektorn ifatt" metall och gruvbolag som föll hela 48%. Fortsatt negativa uttalanden från Putin under månaden hjälpte sannolikt till. Bl a sade Putin att Rushydro skulle tvingas sänka sina priser och att de lagstadgade priserna för övrigt ej skulle tillåtas höjas mycket. Det är sannolikt att det kommer fler liknande uttalande fram tills presidentvalet den fjärde mars. Det är en sektor som ur ett politiskt perspektiv är tacksam att attackera då den tangerar många ryssars liv. Vi tror dock retoriken minskar efter presidentvalet och sektorn är idag mycket lågt värderad.

Diagram 2: Tundra Rysslandsfond vs MSCI Russia (SEK)



Källa: Bloomberg

Tabell 1: 10 största innehav

Bolag	Börsvärde (USD m)	Tundra vikt i portfölj	Kort beskrivning	P/E			
				2011E	2012E	Dir. avk. (senast)	% förändr 1 mån
Sberbank (pref)	61050	9,5%	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	4,2	4,3	1,9%	-16%
Gazprom	126180	6,3%	Rysslands (och världens) största gasproducent	3,0	3,0	1,9%	-7%
Rosneft	69948	5,2%	Rysslands största oljebolag, statligt kontrollerat	5,3	5,7	1,2%	-9%
Lukoil	45037	4,9%	Rysslands största privatägda oljebolag	3,8	4,0	3,2%	-6%
Federal Grid (FSK)	11715	4,5%	Äger alla högspänningsledningar i Ryssland	10,3	9,6	0,7%	-22%
X5	6203	4,5%	Rysslands största (mätt i omsättning) livsmedelsdetaljist	22,9	14,2	0,0%	-13%
IBS	491	4,4%	Rysslands ledande IT-företag	18,1	11,7	1,0%	-1%
LSR Group	1737	4,4%	Vertikalt integrerat byggbolag, fokus på billigare lägenheter	16,4	7,6	2,4%	-21%
Eurasia Drilling	3427	4,4%	Rysslands största oljeserviceföretag	11,1	8,9	2,0%	-10%
MRSK Holding	3191	4,4%	Rysslands ledande bolag inom distribution av el	3,2	3,4	0,0%	-27%

Källa: Bloomberg

Månadsbrev december 2011 - Tundra Rysslandsfond

Nya köp i lokala Magnit, CTC Media, EDC och Tatneft

Vi har minskat exponeringen i olja och gas under december för att finansiera köp i bolag där vi ser större potential. Vi har behållit vår exponering mot kraft trots nedgången. Vi har köpt lokala aktier i Magnit som är Rysslands näst största livsmedelsdetaljst. Magnit har precis genomfört en nyemission på drygt USD 500 miljoner. Efter nyemissionen står bolaget finansiellt starkt för fortsatt tillväxt. Den lokala aktien handlas med 20% rabatt till depåbeviset som är noterat i London. Den genomsnittliga rabatten har det senaste året varit under 10% varför vi denna gång valt att investera i den lokala aktien. P/e 16 för 2012 kan låta högt men för ett bolag som vuxit med över 40% per år de senaste 5 åren av 6 kan en premie gentemot den ryska marknaden vara motiverad. Under 2012 förväntas en omsättningstillväxt på drygt 30% och vinstökning med 40%. Under 2011 har Magnit introducerat ett nytt butikskoncept. Små apoteksliknande butiker som engelska Boots, detta utöver lågprisbutikskedjan för livsmedel (närmare 5000 butiker) och deras 100 stormarknader över stora delar av Ryssland. Magnit kommer att ha stora synergier i sin redan existerande infrastruktur i lanseringen av det nya butikskonceptet.

Vi har även köpt CTC media där Kinneviksägda MTG är storägare med 38%. Bolaget driver ett antal TV-kanaler i framförallt Ryssland men även Ukraina. De har bra kassaflöden, är lågt värderade och har en förväntad direktavkastning på 9% för 2012. Det finns en aktieäggarrisk efter att Alfa sålt sina aktier motsvarande 25,2% av bolaget till Telcrest. Telcrest äger även andra mediatillgångar i Ryssland och sägs vara närstående Bank Rossiya, de betalade USD 27,1 per aktie och nuvarande aktiekurs är under 9. Vi tycker detta är ett exempel på när aktiemarknaden har tagit allt för stor höjd för riskerna med de nya aktieägarna och att värderingen således är attraktiv.

Vi har investerat i EDC som är Rysslands största oljeserviceföretag. Bolaget har en värdering på knappt 9 gånger 2012 års förväntade vinst. Marginalerna har pressats p g a större andel outsourcing. Nyhetsflödet under senare delen av 2011 har dock varit positivt. De stora ryska oljebolagen som är bolagets kunder har tillkännagivit stora investeringsprogram för 2012. Bolaget har även inlett ett samarbete med Schlumberger som är världsledande på oljeservice. EDC har en positiv inställning gentemot minoritetsaktieägare. Bolaget har en direktavkastning på 2% men har vid flera tillfällen gjort extrautdelningar.

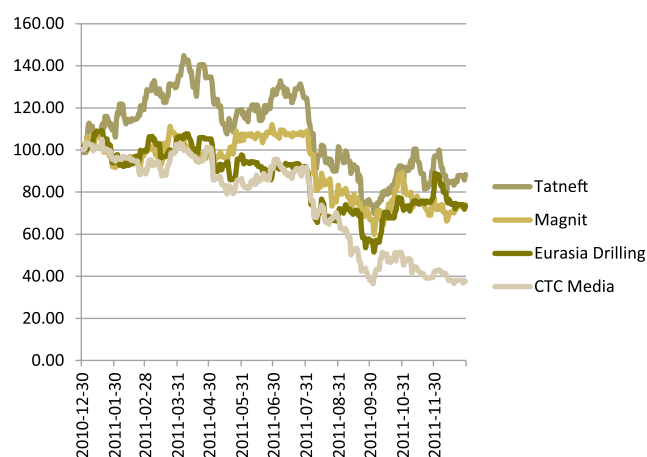
Tabell 2: Värdering CTC Media och Eurasia Drilling

Bolag	Kurs (USD)	Börsvärde (MUSD)	P/E 2011 E	EV/EBITDA 2011 E	Dir.avk (%) nuv
CTC Media	8,77	1380	9,0	4,94	9,4%
Eurasia Drilling (EDC)	23,5	3431	11,1	5,9	2,0%

Källa: Bloomberg

Vi har även investerat i Tatneft under december. Tatneft har varit mycket framgångsrika att hålla sin oljeproduktion stabil trots att de verkar på några av Rysslands äldsta oljefält. De har hunnit en bra bit i byggnationen av ett nytt raffinaderi, specialbyggt för att hantera den svavelrika oljan från Tatneft. Aktien handlas under 5 gånger helårsvinsten 2011.

Diagram 3: CTC, Tatneft, EDC, Magnit



Källa: Bloomberg

Månadsbrev december 2011 - Tundra Rysslandsfond

Politisk risk ...

På juldagen var det exakt 20 år sedan Michail Gorbatjov avgick som president och Sovjetunionen definitivt upphörde att existera. För elva år sedan på nyårsdagen tillträdde Vladimir Putin som president när Boris Jeltsin avgick i förtid. Putin var under sin första mandatperiod från 2000-2004 mycket populär. När han blev omvald i mars 2004 fick han 71% av rösterna.

Den ryska befolkningen uppskattade att den politiskt turbulenta perioden under 90-talet var över under Putins styre. Många ryssar fick det ekonomiskt snabbt bättre. Vissa analytiker gör gällande att Putin bars fram av ett stigande oljepris, vilket endast stämmer för hans andra mandatperiod. Uppgången i oljepriset under hans första mandatperiod var med dagens perspektiv måttlig. Från USD 25 på nyårsafton 1999 till USD 33 i mars 2004 då Putin återvaldes. Under Putins första mandatperiod steg Rysslands BNP (PPP = köpkraftsjusterat) från ca USD 1000 mdr till drygt USD 1500 mdr. Den politiska stabiliteten, ökade investeringar och ökade skatteintäkter från framförallt oljesektorn skapade ekonomisk tillväxt i Ryssland. När Putin avgick som president 2008 och Medvedev tog över var ryska BNP USD 2100 mdr. Idag är den endast marginellt högre (USD 2200 mdr).

Det är mot de senaste åren av låg ekonomisk tillväxt och uppstannad reformprocess vi ska se de politiska protesterna efter Dumavalet i december. Under protesterna har tiotusentals kanske t o m över 100 000 protesterat mot valfusk i Dumavalet 4/12 i synnerhet, men även mot korruption och stagnation i allmänhet. Kombinationen av ekonomisk stagnation och allt för mycket korruption har slutligen fått folket att agera.

Vad som gör protesterna under december unika under 2000-talet är att de stötts av många "kändisar", skådespelare, författare och f d politiker och därmed givits större utrymme i media. För första gången sedan Vladimir Putin kom till makten har även de ryska statliga TV-kanalerna rapporterat om protesterna. Ett mycket intressant scenario för våren är om f d

finansminister Alexei Kudrin kan återfå en position i regeringen efter att i höstas sparkats som finansminister under relativt tuffa förhållanden. Putin har officiellt sagt att han respekterar Kudrin mycket och att han fortfarande ser honom som en person i sin krets. Kudrin erbjöd sig på scen under protesterna på julafton att medla mellan demonstranterna och Kreml. En mycket intressant öppning.

Protesterna mot valfusk och korruptionen planeras fortsätta fram till presidentvalet i mars. Risken som givetvis finns är att protesterna övergår i våldsamheter. Det har inte varit fallet ännu men med tanke på omfattningen i antalet människor och hur mycket polis och militär som kommenderas ut på gatorna så kan detta inte uteslutats.

... eller politisk möjlighet?

De som protesterar kräver ett nytt Dumaval. Detta bedömer vi som uteslutet. Men antagligen kommer ryska regeringen möta vissa av de protestandes krav. Efter demonstrationerna i Moskva på julafton har flera olika ryska media rapporterat om mutanklagelser inom olika offentliga institutioner. Om detta är ett "spel för galleriet" eller någon större anti-korruptionskampanj är för tidigt att uttala sig om.

Politiska förändringar är på kort sikt aldrig populära bland investerare. För oss som varit med så länge under Rysslands utveckling och gradvis tyvärr sett korruptionen bli värre och hur det återspeglats i bolagens värderingar skulle vi nog ändå vara lite försiktiga med att ensidigt vara negativa. Ett Ryssland som, om än påtvingat, förändras och faktiskt börjar motarbeta korruption skulle på sikt kunna värderas på ett helt annat sätt än vad som idag är fallet. Ryssland är idag en av världens billigaste aktiemarknader. Delvis förklaras detta av råvarusektorns höga vikt men det finns också cementerade negativa förväntningar avseende företags och statlig korruption som är väl så viktiga i våra ögon. Minsta tecken på att en förändringsprocess inletts, hur optimistiskt det än må låta, skulle ge betydande effekter på en lågt värderad aktiemarknad.

Månadsbrev december 2011 - Tundra Rysslandsfond

Rysk ekonomi står stark

Ryssland har i en jämförelse med omvärlden klarat sig bra under 2011. Den långsamma men gradvisa återhämtningen i ryska ekonomin efter nedgången under 2009 har hållit i sig under året samtidigt som inflationen fortsatt falla. Ekonomin ser för helåret ut att växa mellan 4-4,5%. Fram till november var detaljhandeln upp 6,9%, investeringar upp 5,6% och inflationen var 6,1%. Inflationen var som jämförelse 8,7% för de första elva månaderna under 2010. Fallande inflation är särskilt intressant. Den har alltid varit en grogrund för missnöje hos befolkningen. Dagens nivå är den lägsta på över 20 år. Den låga inflationen skapar förutsättningar för lägre långa räntor i Ryssland, något som t ex kan ge positiva effekter på den idag obefintliga bostadslånemarknaden.

Valutareserven steg med USD 23 mdr till USD 503 mdr under 2011. Detta tack vare ryska centralbankens (CBR) nya flexibla växelkurspolitik. Under krisen 2008/09 försvarade CBR rubeln vilket innebar att en stor del av valutareserven försvann. I nuvarande kris har CBR låtit valutan försvagas "under ordnade former" och ändå ökat valutareserven under året. Ryska rubeln föll 3% under året men hade då stärkts under första halvåret. Räknat från juli tappade rubeln 10% mot sin viktade korg av 55% USD och 45% Euro. En lägre valutakurs har minskat effekten av den globala inbromsningen något för exportsektorerna.

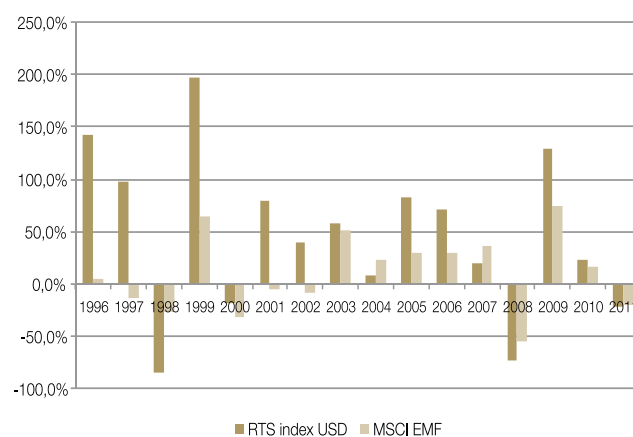
Om den makroekonomiska bilden i Ryssland generellt har varit positiv med en långsam men stadig återhämtning så finns risker. Orosmoln i den ryska ekonomin har varit likviditeten i banksystemet efter att eurokrisen fördjupades i september. Centralbanken hade ingen kortfristig utlåning till de ryska stora bankerna i augusti och i slutet på november var denna siffra USD 40 mdr. Även inlåningen från offentliga institutioner till ryska banker har ökat kraftigt under andra halvåret.

Ryssland - hävstång på världens aktiemarknader

Den ryska aktiemarknaden har uppvisat hög volatilitet under de 16 år som det funnits tillförlitlig data. Marknaden har uppvisat negativ utveckling endast 4 av 16 år och aldrig gått ned två år

i rad. Två år har index fallit med mer än 70%, vilket är oerhört mycket i internationell jämförelse. Av de 12 år som marknaden stigit så har den i genomsnitt stigit med 79% och bara vid ett tillfälle 2004 har marknaden gått upp mindre än 20% ett positivt börsår.

Diagram 4: Ryssland vs tillväxtmarknader 1996-2011



Källa: Bloomberg

Under 2011 föll aktiemarknaden med 21%. Detta trots att vinst efter skatt i genomsnitt stigit med över 35%. Värderingen är således väsentligt mycket lägre än för ett år sedan. Ett börsfall på drygt 20% kanske inte låter så mycket för 2011, marginellt sämre än i t ex Sverige. Men det bör beaktas att Ryssland aldrig återhämtade sig lika mycket som andra marknader efter nedgången 2008. Värderingen vid utgången av 2011 var P/e 4,8 och EV/Ebitda (företagsvärde delat med bruttokassaflöde) för 2011 är 3,7. Den absoluta värderingen är låg. Rabatten mot tillväxtmarknader som genomsnitt är drygt 50% vilket är högt historiskt sett.

Även om en börsnedgång på drygt 20% inte låter så mycket så är som nämnts tidigare Kraftsektorn ned 40%, Metall och gruvbolag ned 48% och bank och finanssektorn ned 30%. Konsumentrelaterade aktier har i genomsnitt backat 36%. Ur det perspektivet är nedgången under 2011 väsentligt större.

Månadsbrev december 2011 - Tundra Pakistanfond

Marknaden

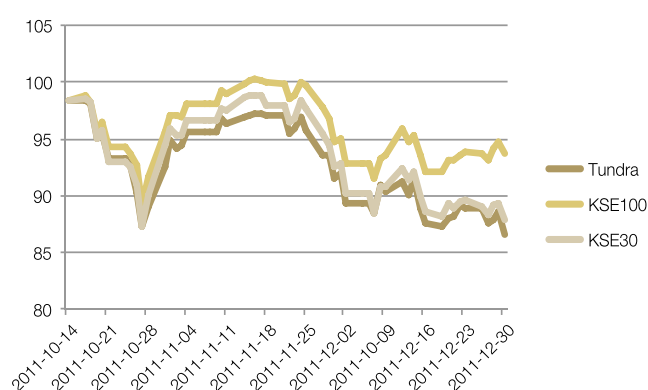
KSE100 index föll 1,6% i lokal valuta under månaden (-1,2% SEK) medan det mer likvida KSE30 föll 5,8%. Igen slogs ett föga avundsvärt rekord då den genomsnittliga dagsomsättningen på USD 20 miljoner innebar att november månads USD 27 miljoner genast slogs. Finansministern meddelade i ett möte med Karachibörsen lördag 24/12 att man står bakom åtgärder för att väcka aktiemarknaden till liv men att ett avskaffande av reavinstskatten tyvärr är uteslutet. Beskedet emottogs negativt men gav endast marginellt negativ marknadspåverkan på en redan deprimerad aktiemarknad. Pakistanska finansinspektionen (SECP) meddelade att ett förslag om revideringar avsedda att förbättra handeln kommer presenteras under inledningen av januari. Marknaden präglades återigen av negativt politiskt nyhetsflöde. På årets sista handelsdag meddelade Högsta domstolen att man avser genomföra en fördjupad undersökning av den sk "Memogate-skandalen". Marknaden reagerade negativt men nedgången stannade vid en dryg procent. Teoretiskt sett skulle en "fällning" av Högsta domstolen sannolikt innebära nyval. I praktiken vore en fällning mycket underlig då presenterat material i frågan i nuläget, som vi tolkar frågan, handlar om ord mot ord. USAs presentation av sin utredning av NATO incidenten blev tyvärr en besvikelse för Pakistan. USAs "beklagande av förlusten av liv" och starka önskemål om förbättrad kommunikation mellan ländernas styrkor var inte den ursäkt såväl sittande parti som opposition önskat. Således förblir relationen mellan Pakistan och USA tyvärr ansträngd. Med senatval under våren och sedermera parlamentsval 2013 krävs det sannolikt politiskt av sittande regering att en hårdare linje gentemot USA och NATO intas. Tyvärr kommer detta leda till spekulationer om minskade internationella investeringar och

kapitalflöden, något som kommer oroa marknaden givet Pakistans känslighet mot försämrad kapitalbalans.

Fonden

Fonden föll 5,7% under månaden jämfört med det bredare KSE100 index som föll 1,2% och det mer likvida KSE30 (30 mest omsatta aktierna) som föll 5,4% under månaden.

Diagram 5: Tundra Pakistanfond vs KSE100 och KSE30 index



Källa: Bloomberg

Nu försöker vi titta så lite som möjligt på indexutveckling men vi kan inte låta bli att notera den låga handelsaktivitetens förlamande effekt på bredare index, som KSE100. Som synes av tabell nedan utgjorde 17 av de 100 bolagen i KSE100 drygt 90% av all omsättning. Resterande 83 bolag omsatte med andra ord tillsammans knappt USD 2 miljoner dagligen. Dagsvolymerna är de lägsta på snart 14 år och en majoritet av bolagen på Karachibörsen handlas i i nuläget ej.

Tabell 3: KSE100 Index, omsättning och indexvikt

	Bloomberg ticker	Bolag	Omsättning USD/dag	Ack andel av oms.	Vikt i KSE100 index	Ack vikt i KSE100 index
1	FFC PA Equity	Fauji Fertilizer Co Ltd	3 698 874	17%	5,2%	5,2%
2	ENGRO PA Equity	Engro Corp Ltd/Pakistan	3 286 846	33%	1,7%	6,9%
3	POL PA Equity	Pakistan Oilfields Ltd	2 166 024	43%	3,0%	9,9%
4	FFBL PA Equity	Fauji Fertilizer Bin Qasim Ltd	1 490 214	50%	1,9%	11,8%
5	MCB PA Equity	MCB Bank Ltd	1 331 994	56%	4,5%	16,3%
6	OGDC PA Equity	Oil & Gas Development Co Ltd	1 218 837	62%	23,4%	39,7%
7	ATRL PA Equity	Attock Refinery Ltd	986 972	67%	0,4%	40,0%
8	FATIMA PA Equity	Fatima Fertilizer Co Ltd	948 098	71%	1,6%	41,6%
9	NBP PA Equity	National Bank Of Pakistan	615 983	74%	2,5%	44,1%
10	PSO PA Equity	Pakistan State Oil Co Ltd	609 743	77%	1,5%	45,6%
11	PPL PA Equity	Pakistan Petroleum Ltd	606 213	80%	8,1%	53,7%
12	LUCK PA Equity	Lucky Cement Ltd	477 042	82%	0,9%	54,7%
13	NRL PA Equity	National Refinery Ltd	444 219	84%	0,8%	55,5%
14	HUBC PA Equity	HUB Power Co	371 307	86%	1,5%	57,0%
15	DGKC PA Equity	DG Khan Cement Co Ltd	329 599	88%	0,3%	57,3%
16	BAFL PA Equity	Bank Alfalah Ltd	316 154	89%	0,6%	57,9%
17	NML PA Equity	Nishat Mills Ltd	315 846	91%	0,5%	58,4%
...
98	FML PA Equity	Feroze 1888 Mills Ltd	1	100%	0,1%	99,4%
99	DREL PA Equity	Dreamworld Ltd	0	100%	0,6%	100,0%
100	EWIC PA Equity	East West Insurance Co Ltd/Pakistan	0	100%	0,0%	100,0%
	Summa		21 201 767			

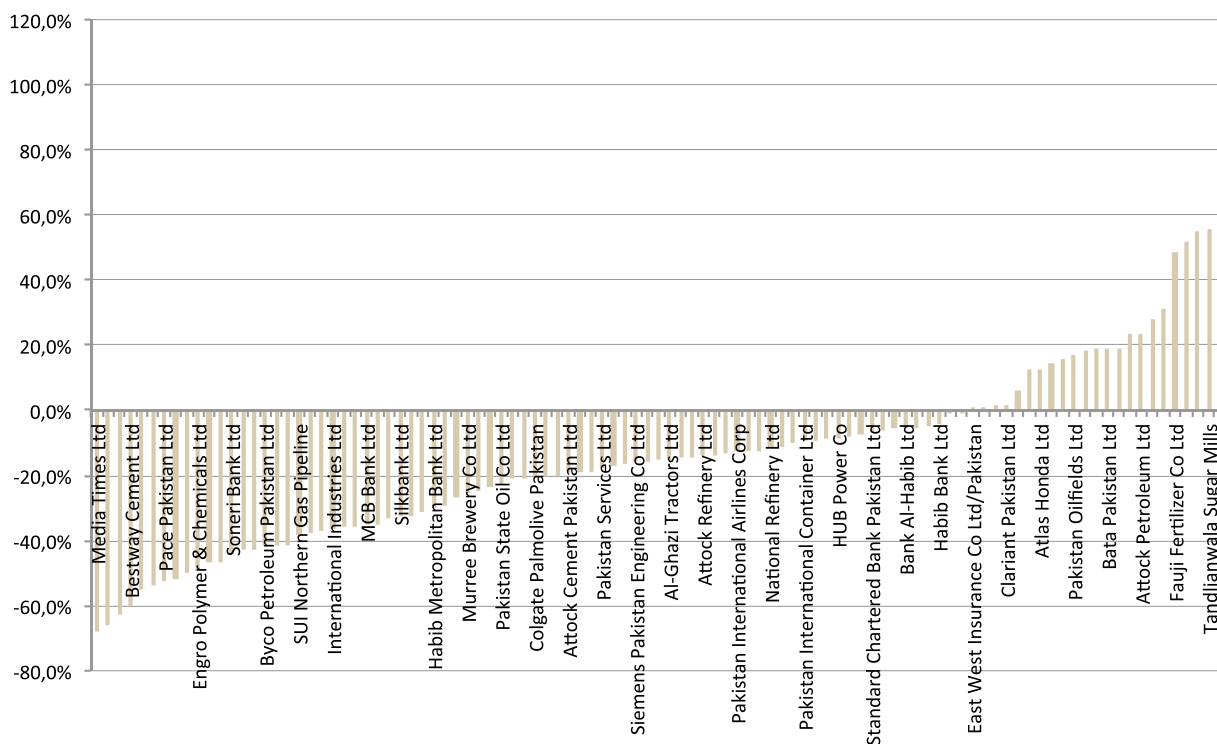
Månadsbrev december 2011 - Tundra Pakistanfond

Utsikter för 2012

Karachibörsens KSE100 index föll under 2011 med 10,0% (USD) respektive 5,6% (PKR). Med detta placerade sig Pakistan något bättre än genomsnittet inom tillgångsklassen (se Appendix längst bak i detta månadsbrev). Bakom utvecklingen döljer sig dock en ganska skev bild där fyra av fem

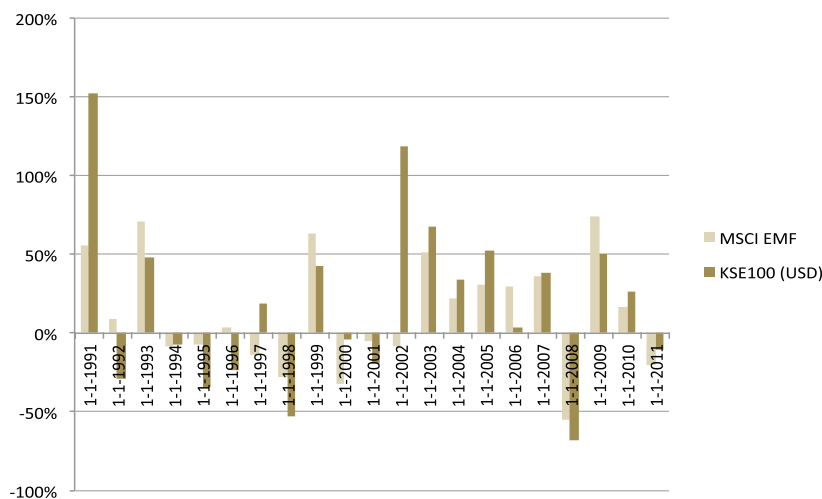
noterade bolag uppvisade negativ utveckling (se diagram nedan) och där gödselbolagens kraftiga uppgångar stod för i princip hela marknadsuppgången. För bankerna var det ett dystert år med nedgångar för de mest likvida bankaktierna på 30-35%.

Diagram 6: KSE100 enskilda bolags utveckling



Källa: Bloomberg

Diagram 7: KSE100 (USD) vs MSCI EMF 1991-2011



Källa: Bloomberg

På samma sätt som för tillväxtmarknader är två år med negativ utveckling på aktiemarknaden ovanliga. (se höger diagram).

Månadsbrev december 2011 - Tundra Pakistanfond

Politisk turbulens avslutade 2011 och inleder 2012

När vi nu går in i 2012 ser det osedvanligt stökigt ut. Vi har senatval (överhuset) 2012 och parlamentsval (underhuset) 2013. Det är dock valet 2013 som är det viktiga. Där väljs såväl det viktigare underhuset såväl som provinsledningarna (ung "kommunvalen"). Som vanligt är tålamodet dock inte det största och valkampanjandet har redan inletts. En som syns mycket i media är forne cricketspelaren Imran Khan som är mycket populär. Ett flertal högt uppsatta politiker från andra partier har anslutit till hans parti Pakistan Tehreek-e-Insaf (PTI) den senaste tiden. PTI som bojkottade valet 2008 och enbart nådde 1% 2002 kan bli ett wild card om Khan lyckas hålla momentum uppe fram till valet alternativt finna lämplig allians med något av de större övriga partierna. Att vi börjar närma oss valet är sannolikt också en anledning till att den politiska retoriken hårdnar på alla plan. Memogateskandalen är den just nu kanske mest laddade händelsen. Som vi skrev i ett tidigare månadsbrev anklagar en Pakistansk-amerikansk affärsman Pakistans forna ambassadör i USA för att ha sökt USAs stöd mot den egna militären i samband med att Bin Laden döddes i maj 2011. Ärendet ligger nu hos Högsta Domstolen. Bevisningen i ärendet har avisats från såväl regeringshåll som från USA men det kan förstås inte uteslutas att Högsta Domstolen kommer fram till något annat. Givet HDs tyngd hos alla instanser (inkl militären) kan det inte uteslutas att en avvikande åsikt från HD skulle leda till nyval. På kort sikt skulle det skapa viss turbulens. För omvärldens betraktelse av Pakistans politiska system skulle det sannolikt vara positivt om den uppsatta politiska agendan med Senatval 2012 och Parlamentsval 2013 följs. HDs rapport väntas i slutet av januari. Pakistans relation med USA är just nu minst sagt frostiga. NATO incidenten 26 november (läs föregående månadsbrev) skulle enligt löfte följas upp av en officiell NATO rapport senast 23 december. Rapporten kom 22 december och saknade i Pakistans ögon den ursäkt man efterfrågade. NATO beklagar förlusten av liv men menar att orsaken ligger i brist på kommunikation snarare än ett ensidigt misstag från deras sida.

Frostiga relationer med USA innebär även ekonomisk oro

Politik och ekonomi är starkt förknippade p g a Pakistans ekonomis känslighet mot förändrade in- och utflöden av valuta. Fallande bomullspriser och ökad petroleumimport har inneburit att inledningen av fiskala året 2012 (1/7 2011 – 30/6 2012) varit svagt. Bytesbalansunderskottet under juli-november var

USD 2,0 mdr (USD 0,3 mdr samma period 2011). Samma takt under resterande delen av året skulle innebära att bytesbalansunderskottet under 2012 landar kring USD 5 mdr. Valutareserven uppgår i nuläget till omkring USD 17 mdr (toppade på USD 18 mdr i våras och var som lägst USD 6 mdr 2008). Med remitteringar som på årstakt nu uppgår till USD 12 mdr (6,5 mdr 2008) och en högre valutareserv är situationen inte lika akut som den var i slutet av 2007. Men givet 2012 års återbetalningar till IMF om USD 1-2 mdr finns det en risk att investerare, i det fall man börjar bli pessimistiska avseende utsikterna för utländska investeringar, i allt större utsträckning börjar oroa sig för ett scenario liknande 2008. Pakistans ekonomi handlar mycket om det halvfylla eller halvtomma glaset. Relativt sett små förändringar, eller förväntningar om förändringar, i flöden av utländska direktinvesteringar får betydande reell effekt på ekonomin.

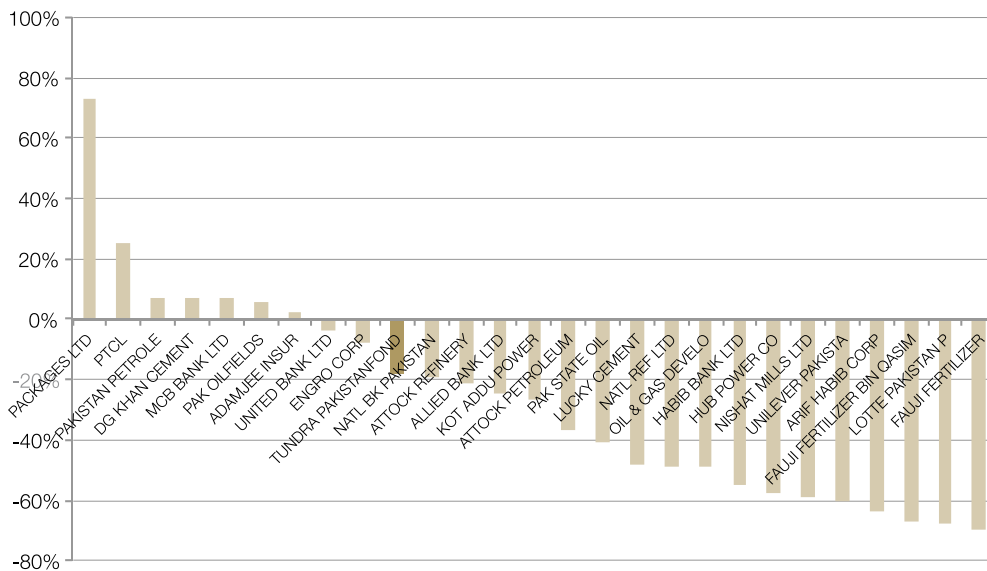
Med inhemsk politisk oro och ansträngda relationer med USA blir betraktelsen i nuläget den av det halvtomma glaset. Det är därför av största vikt att Pakistan fortsätter göra vad man kan för att främja utländska investeringar, på aktiemarknaden såväl som i form av direktinvesteringar.

Nuvarande värderingar närmar sig dock 2008 års absoluta botten

Den politiska och makroekonomiska inramningen ser således stökig ut inför 2012. Ställer man nuvarande värderingar mot oroligheterna blir dock slutsatsen svårare. Vi roade oss med att för varje ingående bolag i portföljen jämföra den lägsta värderingen av bolagens justerade egna kapital (P/JEK eller P/BV) under den förra krisen 2008/2009 (se diagram nedan). Vad vi har gjort är helt enkelt att vi med hjälp av Bloomberg tagit aktuellt justerat eget kapital för innevarande år och multiplicerat detta med den lägsta multipel bolagen uppmättes till under perioden 2008/2009. Vi konstaterar att denna beräkning applicerad i förhållande till hur fonden är viktad innebär att vi handlas knappt 20% från bottennoteringarna 2008. Det tar inte hänsyn till några valutarörelser. 2008 devalverades rupeen närmare 35% mot USD. Det tar å andra sidan heller inte hänsyn till att aktiemarknaden från botten i slutet av januari 2009 rekylerade 75% de följande tre månaderna. Det negativa nyhetsflödet till trots, och de reella riskerna för spridnings-effekter till ekonomin detta kan resultera i, har vi således svårt att vara alltför pessimistiska.

Månadsbrev december 2011 - Tundra Pakistanfond

Diagram 8: Stresstest Tundra Pakistanfond



Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Vi noterar att i flera av de bolag (bl a bank och telekom) som i teorin skulle drabbas hårdast av "ett nytt 2008" tillika nu värderas såsom krisen redan inträffat emedan i det fall marknadsvärderingarna från krisen 2008 upprepas flertalet av de senaste årens mest populära aktier, såsom t ex gödsel och vissa av

oljebolagen, har långt ner till bottenvärderingarna från 2008/09. Fondens (på pappret) lägre nedsida än flertalet av de större bolagen är en effekt av vår högre vikt i bolag som redan idag tagit god höjd för ett krisscenario.

Tabell 4: 10 största innehav

Bolag	Börsvärde (USD m)	Tundra vikt i portfölj	Kort beskrivning	2011 *	2012E	Dir. avk. (senast)	% förändr 1 mån
NATL BK PAKISTAN	803	8,9%	Pakistans största bank men fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning	4,5	4,3	13,0%	-3,4%
OIL & GAS DEVELO	7007	8,6%	Pakistans största olja- och gasbolag	10,4	7,8	5,2%	-2,4%
UNITED BANK LTD	753	8,0%	Pakistans tredje största bank, duktiga på IR, innebär sannolik primär beneficiär vid ökat utländskt intresse	4,9	4,6	9,3%	-10,1%
MCB BANK LTD	1336	7,4%	Pakistans fjärde största bank, bäst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%	5,7	5,4	8,5%	-12,3%
PTCL	567	4,7%	Pakistans största telekombolag, omstruktureringsscenario med negativ tillväxt i fast telefoni men 21 miljoner mobilabonnenter och hög tillväxt inom bredband	5,8	5,3	16,8%	-2,6%
PAK OILFIELDS	929	4,5%	Pakistans tredje största olja- och gasbolag	7,5	6,2	9,1%	-4,1%
PAKISTAN PETROLE	2503	4,5%	Pakistans näst största olja- och gasbolag	7,9	5,7	5,8%	-3,8%
HUB POWER CO	445	4,0%	Pakistans största kraftproducent, över 80% freefloat, möjlig uppköpskandidat, tariffer i USD och hög direktavkastning	7,8	5,8	16,3%	-8,0%
ENGRO FOODS LTD	188	3,9%	Pakistans "Unilever", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag	34,6	14,4	0,0%	-8,2%
ENGRO CORP	422	3,8%	Pakistans största konglomerat, fokus på gödselproduktion	4,9	3,7	6,3%	-29,1%

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

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev december 2011

Appendix

Tabell 5: Utveckling världens ledande tillväxtmarknader samt valutor

Aktiemarknad (% utv. USD)					Valuta (% utv VS USD)			
	Bloomberg RIC	2011	3 år	5 år	Bloomberg ticker	2011	3 år	5 år
Venezuela	IBVC Index	79%	70%	15%	VEF CURRENCY	0%	-50%	-50%
Mongoliet	MSETOP Index	33%	238%	751%	MNT CURRENCY	-10%	-8%	-16%
Filippinerna	PCOMP Index	4%	150%	64%	PHP CURRENCY	0%	8%	12%
Indonesien	JCI Index	2%	245%	108%	IDR CURRENCY	-1%	23%	0%
Ecuador	ECGUBVG Index	2%	0%	-1%	USD CURRENCY	0%	0%	0%
Malaysia	FBMKLCI Index	-3%	91%	54%	MYR CURRENCY	-3%	10%	12%
Slovakien	SKSM Index	-3%	-45%	-49%	EUR CURRENCY	3%	-7%	-1%
Thailand	SET Index	-5%	154%	70%	THB CURRENCY	-5%	11%	13%
Lettland	RIGSE Index	-7%	30%	-44%	LVL CURRENCY	-2%	-6%	-1%
Pakistan	KSE100 Index	-10%	54%	-23%	PKR CURRENCY	-5%	-12%	-32%
Sri Lanka	CSEALL Index	-12%	301%	111%	LKR CURRENCY	-4%	-1%	-5%
Sydkorea	KOSPI Index	-13%	84%	2%	KRW CURRENCY	-2%	12%	-20%
Peru	IGBVL Index	-13%	221%	78%	PEN CURRENCY	4%	16%	18%
Bulgarien	SOFIX Index	-14%	-16%	-74%	BGN CURRENCY	-3%	-7%	-1%
Mexiko	MEXBOL Index	-15%	58%	10%	MXN CURRENCY	-11%	-4%	-22%
Kina	SHCOMP Index	-18%	27%	4%	CNY CURRENCY	5%	8%	24%
Bosnien & Herz	SASX10 Index	-19%	-42%	-74%	BAM CURRENCY	-3%	-6%	-1%
Colombia	IGBC Index	-20%	93%	33%	COP CURRENCY	-2%	15%	17%
MSCI Emerging	MXEF Index	-20%	58%	-1%	USD CURRENCY	0%	0%	0%
Ryssland	INDEXCF INDEX	-21%	108%	-31%	RUB CURRENCY	-5%	-9%	-17%
Rumänien	BET Index	-21%	28%	-58%	RON CURRENCY	-4%	-14%	-22%
Estland	TALSE Index	-21%	83%	-37%	EUR CURRENCY	3%	-7%	-1%
Kroatien	CRO Index	-22%	n.a.	-48%	HRK CURRENCY	-5%	n.a.	-3%
Chile	IPSA Index	-24%	115%	60%	CLP CURRENCY	-10%	21%	3%
Taiwan	TWSE Index	-24%	74%	-2%	TWD CURRENCY	-3%	9%	8%
Litauen	VILSE Index	-25%	60%	-40%	EUR CURRENCY	3%	-7%	-1%
Serbien	BELEX15 Index	-26%	-27%	-77%	RSD CURRENCY	-4%	-21%	-24%
Brasilien	IBOV Index	-27%	100%	50%	BRL CURRENCY	-11%	27%	15%
Slovenien	SBITOP Index	-28%	-36%	-62%	EUR CURRENCY	3%	-7%	-1%
Tjeckien	PX Index	-30%	2%	-39%	CZK CURRENCY	-5%	-5%	6%
Ungern	BUX Index	-32%	12%	-43%	HUF CURRENCY	-14%	-19%	-19%
Polen	WIG Index	-32%	23%	-35%	PLN CURRENCY	-14%	-12%	-13%
Vietnam	VNINDEX Index	-33%	-4%	-64%	VND CURRENCY	-7%	-17%	-24%
Argentina	MERVAL Index	-35%	86%	-16%	ARS CURRENCY	-7%	-20%	-28%
Kazakhstan	KZKAK Index	-36%	-8%	-60%	KZT CURRENCY	-1%	-19%	-14%
Indien	SENSEX Index	-37%	53%	-6%	INR CURRENCY	-16%	-9%	-17%
Turkiet	XU100 Index	-37%	57%	0%	TRY CURRENCY	-18%	-21%	-26%
Bangladesh	DHAKA Index	-45%	67%	174%	BDT CURRENCY	-14%	-16%	-15%
Ukraina	PFTS Index	-46%	n.a.	-30%	UAH CURRENCY	-1%	n.a.	-37%