

TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV MARS 2012

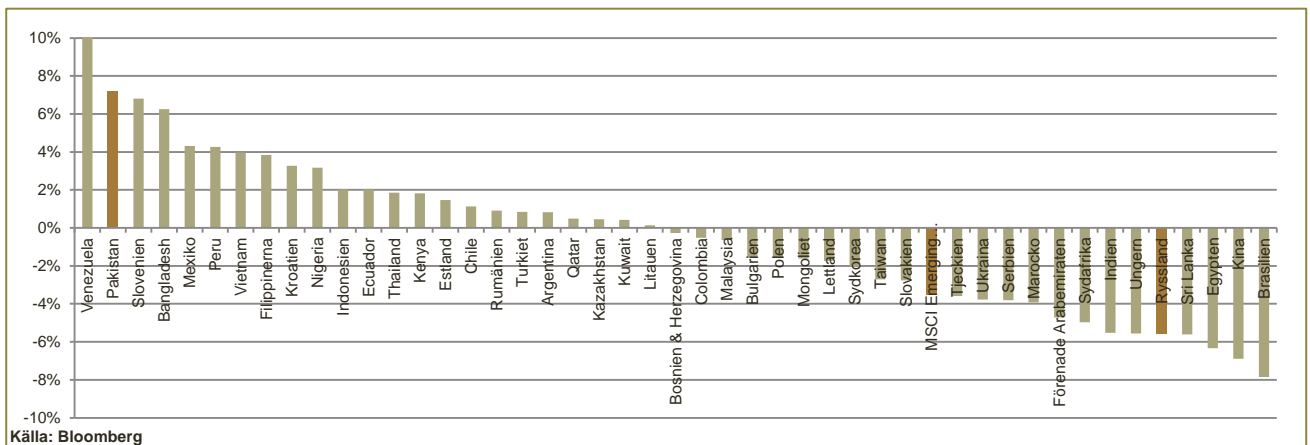


Månadsbrev mars 2012 - Tillväxtmarknader under mars

BRIC länderna ledde nedgången

Tillväxtmarknader föll 3,5% (USD) (3,1% i SEK) under mars månad. BRIC länderna utvecklades svagast. Bland de 47 tillväxtmarknader och gränsmarknader (frontier markets) vi för statistik över återfanns alla fyra BRIC-länderna bland de 7 sämsta under månaden.

Diagram 1: Tillväxtmarknader mars 2012



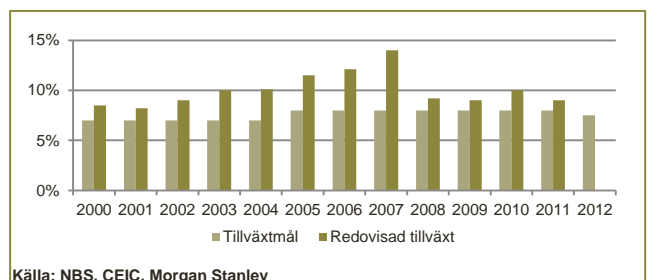
Källa: Bloomberg

Oro för Kina tyngde

Ekonomisk statistik från Kina och USA som var något svagare än väntat initierade en rekyll som inleddes kring mitten av månaden.

Kinesiska myndigheters nedskrivning av tillväxtprognosen för 2012 (från 8,0% till 7,5%) var startskottet för en rekyll kring mitten av månaden och inledde en intensiv debatt. Vi deltog vid en strategidragning i Morgan Stanleys regi den 21 mars. Två iakttagelser är värda att nämna. Deltagarlistan var lite av "who's who" i Stockholms finansiella värld och åhörarskaran var mycket pessimistisk och kritisk. Pessimisten har all anledning att vara orolig för Kina. Kina utgör förvisso knappt 10% av världens ekonomi, jämfört med USA som utgör drygt det dubbla. Men närmare hälften av den kinesiska tillväxten utgörs av investeringar. Det innebär att Kina idag konsumerar närmare hälften av allt stål som produceras i världen, en fjärdedel av all koppar och en sjättedel av all olja. En lägre investeringstakt skulle ge kännbar påverkan på framförallt råvarupriserna och således ge en tydligt negativ inverkan på flera av världens större tillväxtmarknader där råvaror och relaterad cyklisk industri fortfarande är den enskilt viktigaste sektorn. Man ska dock vara försiktig med att dra alltför långtgående växlar på den nedskrivning av förväntad tillväxt myndigheterna tillkännagav givet historien. Diagram 2 visar den officiella tillväxtprognosen från kinesiska myndigheter relativt faktiskt utfall.

Diagram 2: Kina – Officiellt tillväxtmål samt utfall



Källa: NBS, CEIC, Morgan Stanley

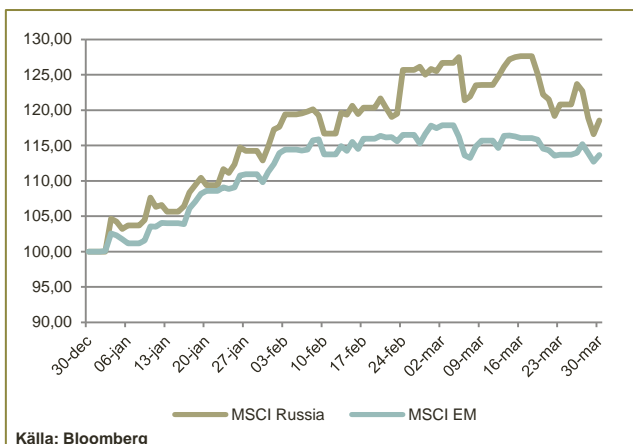
Ett okontrollerat fall i kinesisk tillväxt är förstas den "svarta svan" (allvarlig oväntad händelseutveckling) investerare bävar för. Att närmare 48% (2010) av Kinas BNP utgörs av investeringar är förstas inte långsiktigt hållbart. Det är väsentligt högre än övriga BRIC-länder (Indien 32%, Brasilien och Ryssland 19%). På längre sikt måste denna siffra obönhörligen komma ner. Givet Kinas centraldirektiv och finansiella muskler bör man dock ha ödmjukhet att konstatera att det är tveksamt om en sådan nedgång kommer att bli väldigt abrupt. Det bör i sammanhanget även påpekas att i 70- och 80-talets tillväxtraket, Sydkorea, utgör investeringarna fortfarande (2010) knappt 29% av nominell BNP. Den egentliga "riktiga" svarta svanen i våra ögon vore en dramatisk politisk riktningssändring i Kina med förändrade ekonomiska direktiv som följd. Höstens ledarskifte och de signaler som det nya toppstyret ger tror vi således blir en gradvis viktigare faktor att bevaka än den omedelbara ekonomiska statistiken som vi nog får räkna med i det korta perspektivet fortsatt visar det Kina önskar.

Månadsbrev mars 2012 - Tundra Rysslandsfond

Marknaden

Den ryska marknaden föll 5,8% (USD) i mars jämfört med tillväxtmarknadsindex som föll 3,5%. För första kvartalet 2012 steg den ryska marknaden 18,5% (USD) medan tillväxtmarknader steg 13,7%. Rysslands relativt bättre utveckling under 2012 skall dock ställas i kontexten att marknaden per kvartalsskiftet står endast 6% högre (USD) än den 30 november (innan den politiska oron under december) medan tillväxtmarknader under samma period stigit 12,2%.

Diagram 3: Ryssland vs tillväxtmarknader

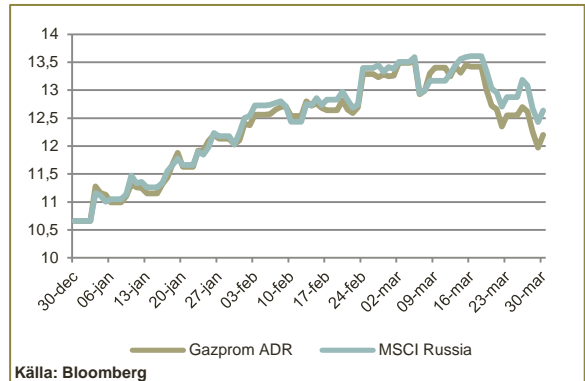


Mars uppvisade vad vi skulle kalla en "traditionell rysk kursutveckling", dvs mycket stora rörelser mellan dagar och mellan olika sektorer. Således en helt annan marknad än under januari och februari då marknaden gick stadigt uppåt utan nämnvärda rekyler. Generellt var första delen av mars uppåtriktad, med undantag av 6 mars då marknaden föll 4,8%, sedermera följt av en andra halva med nedåtgående trend. Marknaden har under första kvartalet påverkats tydligt av generella BRIC inflöden, men även ETF flöden till Ryssland. När de kraftiga inflödena lugnade ned sig i takt med att fler och fler blev oroliga för global tillväxt i allmänhet och kinesisk tillväxt i synnerhet följde vinsthemtagningar. Vi såg tydliga tecken på att kortsiktiga vinster togs hem. Vissa aktier som börjat året mycket bra föll tillbaka väsentligt mer än marknaden som helhet.

Vladimir Putin vann som tidigare nämnt valet den 4 mars och protesterna mot honom har succesivt minskat under månaden. Sannolikt på grund av att oppositionen är mycket splittrad och inte kunnat enas vid något gemensamt alternativ.

Utöver utgången i valet var den största nyheten för ryska marknaden ett förslag om ökad beskattning av Gazprom i distributionen av gas i Ryssland. Utvecklingen är ganska logisk. Gazprom tjänar mycket pengar på sin export av gas som de har monopol på. I den lokala ryska marknaden däremot är inte Gazprom speciellt effektiva om man jämför dem med konkurrenterna. Samtidigt behöver ryska regeringen bredda skattebasen då man idag är mycket beroende av olika skatter från oljesektorn. Oljesektorn klarar inte ett större skatteuttag om de ska kunna möta framtida investeringar. Således behöver staten finna skatteinkomster från andra delar av ekonomin för att kunna finansiera en kraftigt ökande federal budget. Som om dessa förslag inte räckte så har det även kommit förslag på att Gazprom ska öppna sina pipeline ytterligare i Ryssland för oljebolagens och de oberoende ryska gasbolagens produktion av gas. Staten höjer också kraven på utdelning i bolaget. Gazprom kläms med andra ord just nu från alla håll. Strategin att öka trycket på Gazprom är antagligen korrekt. Då det finns mycket stora effektivitetsvinster att göra i Rysslands största arbetsgivare och största kostnadsbas. Att inte aktien föll mer relativt marknaden (-7,9% i mars jämfört med MSCI Russia -5,8%) säger dock samtidigt en del om gällande förväntningsbild för ryska olja- och gasbolag.

Diagram 4: Gazprom ADR vs MSCI Russia 2012



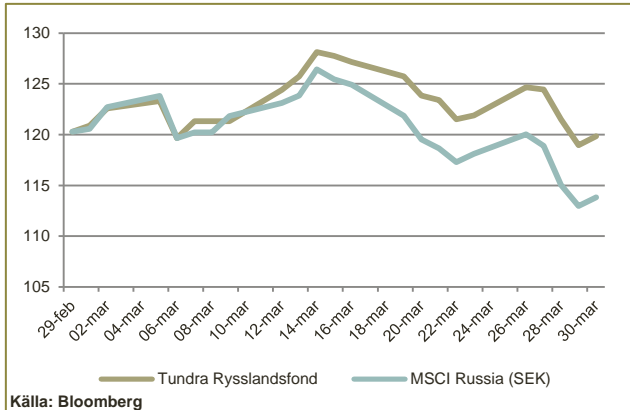
För första kvartalet har bank och finans varit den absolut bästa sektorn med en uppgång på omkring 40% (USD). Informationsteknologi har varit näst bästa sektor, men där finns i princip bara en aktie, IBS. Kraft och Telekommunikation kommer därefter med uppgångar på strax under 30% vardera. Sämst utveckling under första kvartalet har basindustrin uppvisat med en uppgång på omkring 10%. Framförallt på grund av att stålaktierna utvecklats dåligt när investerare oroar sig för Kinas framtida efterfrågan på stål och följd effekterna på stålpriserna.

Månadsbrev mars 2012 - Tundra Rysslandsfond

Fonden

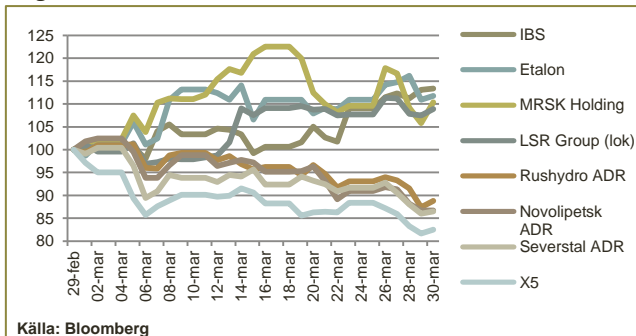
Tundra Rysslandsfond föll 0,4% (SEK) under mars månad medan ryska marknaden mätt som MSCI Russia gick ned 5,4% (SEK). I och med detta har fonden utvecklats bättre än marknaden under 4 av 5 kalendermånader sedan start.

Diagram 5: Tundra Rysslandsfond vs MSCI Russia (SEK)



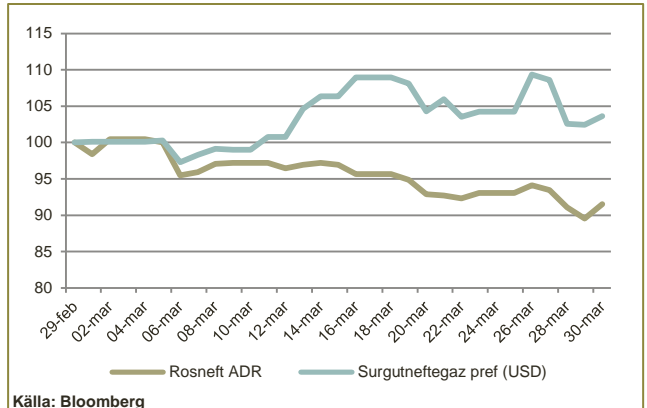
Bästa positioner under månaden (mätt i USD) var IBS +14%, Etalon +11%, MRSK Holding +10% och LSR lokala +9%. Sämst utveckling uppvisade X5 -17%, stålbolagen Severstal -14% och Novolipetsk -13% samt Rushydro -11%.

Diagram 6: Bästa och sämsta innehav mars månad



Vi har inte gjort några stora förändringar i portföljen jämfört med februari. Topp fem innehav är de samma som vi höll i slutet av föregående månad. Försäljningen av hela innehavet i Rosneft (tidigare 4,5% innehav) som vi gjorde i februari har varit mycket lyckosamt, då vi investerade större delen av detta kapitalet i Surgutneftegaz preferensaktie. Rosneft föll 8% i mars medan Surgut pref steg 4%.

Diagram 7: Rosneft ADR och Surgutneftegaz pref



Vi har två nya aktier bland våra tio största innehav, Nomos och LSR lokal aktie. I Nomos har vi utökat innehavet något under mars och i LSR har vi köpt den lokala aktien som handlas med 15% rabatt till sina depåbevis i London.

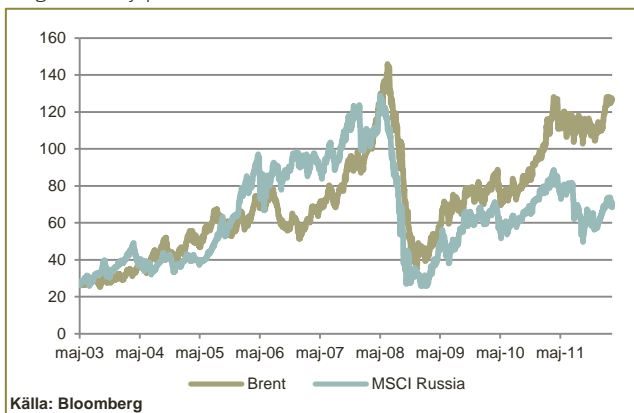
Under mars bytte vi även våra lokala Novatekaktier tillbaka till Novateks depåbevis. Förutsatt att priset är detsamma eller skillnaden marginell föredrar vi att äga depåbevis noterade utanför Ryssland då dessa i de flesta fall är mer likvida och transaktionskostnaderna vid köp och försäljning lägre. Men konsekvent äger vi lokala aktier om vi bedömer att prisskillnaden är tillräckligt stor för att våra andelsägare skall tjäna på sådant ägande (vi skrev en längre kommentar kring detta förra månaden). Under 2012 är det troligt att rabatterna successivt kommer minska tack vare att den ryska finansiella infrastrukturen ser ut att förbättras och då ryska staten planerar att öppna upp för att depåbevisprogrammen ska kunna utökas. I Novateks fall köpte vi de lokala aktierna när rabatten relativt depåbeviset var 8% och bytte till depåbeviset när rabatten var nere i 1%. Vi har därtill utökat vår position något i Novatek då vi tror att bolaget kommer att gynnas av att gasdistribution för andra än Gazprom förenklas. Aktien handlas för närvarande 10% lägre än den gjorde dagen efter Dumavalet i december. Aktien har helt klart drabbats av att marknaden trots att den eventuella kopplingen till Putin skulle vara negativ för bolaget.

Månadsbrev mars 2012 - Tundra Rysslandsfond

Hur oroliga bör vi vara för oljepriset?

Givet diskussionen kring Kinas ekonomiska tillväxt och följaktligen riskerna för fallande råvarupriser, där oljan är den kanske viktigaste, faller det sig naturligt att ställa sig frågan hur Ryssland skulle klara sig i ett scenario med fallande oljepriser. Historiskt har oljepriset varit den viktigaste faktorn att beakta för rysk aktiemarknad. Fram till krisen 2008 följer som synes den ryska aktiemarknaden oljepriset med stor precision. Det är därför intressant att konstatera att det uppstått ett gap de senaste två åren där aktiemarknaden stannat vid omkring USD 80/fat medan oljepriset rusat vidare till i nuläget omkring USD 120/fat. Om vi lägger till iakttagelsen att 3 års terminen på olja i nuläget handlas på omkring USD 100 och 5-års terminen handlas på omkring USD 90, i båda fallen historiskt höga rabatter jämfört med spotpriserna, tycks det som att få investerare förväntar sig att nuvarande oljepriser kommer bestå.

Diagram 8: Oljepriset och MSCI Russia index



Stockholm – Ett bra centrum för tillväxtmarknadsförvaltare

En central del i vår förvaltningsprocess är bolagskunskaper. Dessa uppdaterar vi framförallt via direkta bolagsmöten och kontakter med säljsidans analytiker. Det är därför mycket uppmuntrande att se hur många flera ryska bolag som kommer till Stockholm på sina resor. Framöver har ett par bolag som aldrig tidigare varit här annonserat att de kommer till Stockholm. Våra veckor är oftast välfyllda med möten. Sista veckan i mars träffade vi t ex fem ryska bolag i Stockholm varav två av de tre största livsmedelsdetaljisterna.

Magnit – Exemplifierar möjligheterna inom rysk privatkonsumtion

Ett av de bolag vi träffade var Magnit, Ryssland största livsmedelsdetaljist och också Rysslands största privata arbetsgivare. Bolaget grundades 1998 av Sergej Galitski, som ändrade sitt armenska efternamn Harutyunyan till Galitski för att lättare kunna verka i ryska näringslivet.

Magnit driver över 5000 livsmedelsaffärer i Ryssland varav över 1000 öppnades förra året. Trots sin storlek ökade de försäljningen med nästan 50% förra året mätt i SEK. I Ryssland sker ungefär 50% av alla livsmedelsinköp i en modern livsmedelsaffär. I Frankrike är motsvarande siffra 90%. Detta innebär att det finns goda tillväxtpotentialer. Magnit betonade under mötet att det är mycket svårt eller omöjligt för en ny aktör att utmana de som redan har etablerat en tillräckligt stor försäljningsvolym och marknadsandel. I tillägg till den strukturella tillväxten så är den ryska marknaden fortfarande mycket fragmenterad. De fem största livsmedelsdetaljisterna i Ryssland har tillsammans ungefär 15% av marknaden. I Sverige har de tre största livsmedelsdetaljisterna mer än 85% av marknaden. Nu kanske inte Ryssland får en lika koncentrerad marknad som den svenska, men det visar ändå tillväxtpotentialen både i att ryssarna kommer vilja handla i moderna livsmedelsaffärer och stordriftsfördelarna som kommer innebära att mindre aktörer konsolideras eller slås ut. Förra året förbättrade Magnit t ex sin bruttomarginal med 0,7% enbart genom effektivare transporter. I en bransch kännetecknad av låga nettomarginaler är detta mycket. Magnit redovisade för 2011 en nettomarginal på 3,7% vilket ändå får räknas som högt för branschen.

Det är lätt att förblindas av tillväxtpotentialer inom privatkonsumtion på tillväxtmarknader och ignorera nästa steg som innebär samma krav på produktutveckling och effektivitet som på utvecklade marknader. Magnit har i våra ögon en genomtänkt process för att behålla sin nuvarande position och till fullo utnyttja marknadens vidare utveckling.

Månadsbrev mars 2012 - Tundra Rysslandsfond

Tabell 1: 10 största innehav Tundra Rysslandsfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån
				FY2011E	FY2012E		
Sberbank pref	9,70%	72840	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	5,2	5,3	3,3%	2,2%
Gazprom ADR	8,91%	144408	Rysslands (och världens) största gasbolag	3,8	4,0	2,0%	-7,9%
Surgutneftegaz pref	7,70%	42974	Ett av Rysslands största men också mest slutna oljebolag. Låg värdering, hög direktavkastning	3,4	5,3	5,7%	3,6%
Lukoil ADR	5,16%	51204	Rysslands största privatägda oljebolag	4,5	4,6	3,3%	-6,2%
Transneft pref	5,01%	10880	Rysslands ledande transportbolag inom olja	2,0	2,4	0,6%	5,1%
Novatek GDR	4,66%	41142	Rysslands största privatägda gasproducent	20,9	18,8	1,7%	-6,6%
Sistema (lokal aktie)	4,48%	8453	Rysslands "Investor" eller "Kinnevik". Stor ägare i bl a MTS.	8,3	8,4	1,0%	-9,2%
MTS (lokal aktie)	4,45%	16151	Rysslands största mobilteleoperatör	10,4	6,1	6,2%	1,9%
Nomos Bank GDR	3,61%	2675	En av Rysslands ledande privatägda banker	8,3	7,0	0,0%	-1,2%
LSR Group (lokal aktie)	3,08%	2499	Vertikalt integrerat byggbolag med fokus på billigare lägenheter	27,7	61,5	2,8%	8,9%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

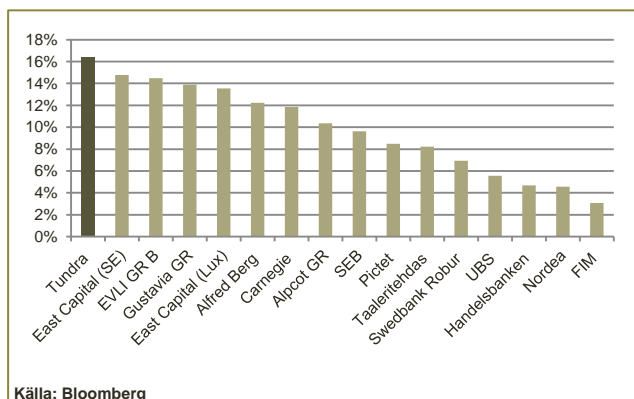
En bra start i förvaltningsarbetet

Under första kvartalet 2012 steg Tundra Rysslandsfond med 23% (SEK) medan MSCI Russia steg 14%. En bidragsanalys av meravkastningen på 9% visar att 29% kommer från våra positioner i bank och finans, 27% från kraftsektorn och 13% från telekommunikation. Värdepappersval (val av rätt aktier) står för hela meravkastningen på 9% under första kvartalet. Det som gör oss särskilt nöjda är att alla sektorer, med undantag för konsumentvaror, givit ett positivt bidrag till meravkastningen. "Översatt till svenska" innebär detta att vi haft förmånen att välja huvudsakligen rätt aktier inom alla olika sektorer. Likviditetshantering (kassan) har kostat en knapp halv procentenhet vilket blir fallet när marknaden stiger och man lyckas attrahera nya sparare. Vår sektorallokering har inte givit ett signifikant bidrag till meravkastningen. Detta förklaras av att vår övervikt mot sektorn bank och finans som varit den överlägset bästa sektorn under första kvartalet har varit marginell under hela kvartalet. Vi konstaterar också att fonden utvecklats bättre än sitt jämförelseindex 64% av dagarna under våra fem första hela kalendermånader. Det är positivt att meravkastningen kommer successivt och varken är koncentrerad i tiden eller till några enskilda positioner.

Tundra Rysslandsfond i topp

I alla våra presentationer har vi talat om vikten av att vara långsiktig i sin förvaltning. Att, oavsett vad konkurrenter gör eller analytiker hävdar, välja sin egen väg. Självklart är det dock glädjande för oss att under våra fem första hela kalendermånader haft förmånen att leverera den bästa rysslandsfonden på marknaden. Vi gratulerar våra andelsägare till en bra start och lovar göra vårt allra bästa för att fortsätta förtjäna det förtroende ni visat.

Diagram 9: Rysslandsfonder i PPM 31/10 2011 – 30/3 2012

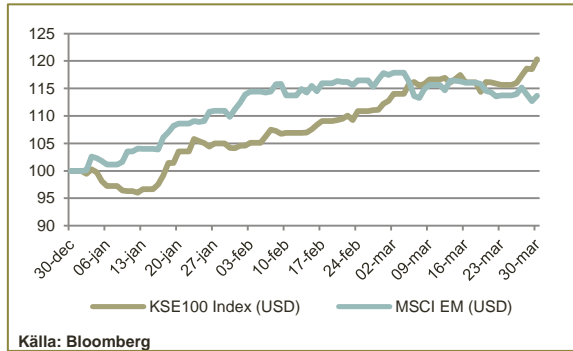


Månadsbrev mars 2012 - Tundra Pakistanfond

Marknaden – Fortsatt stigande volymer

KSE100 index steg 7,2% (USD) under månaden (6,9% i PKR, 7,8% i SEK) jämfört med MSCI EMF (USD) som föll 3,5%.

Diagram 10: KSE100 vs MSCI EMF



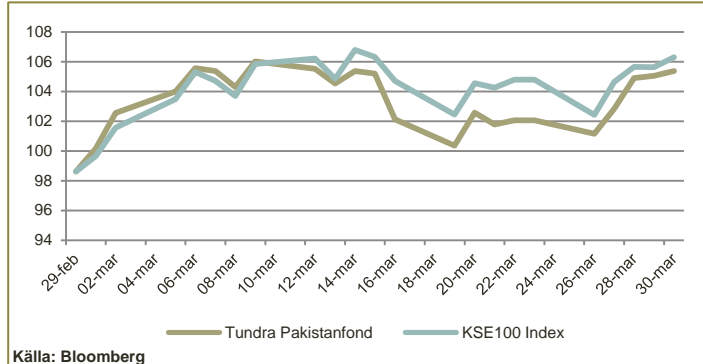
Första kvartalets uppgång om 20,3% (USD) var det bästa sedan 2006. Handelsvolymerna under mars fortsatte stiga till i genomsnitt USD 67 miljoner dagligen, jämfört med USD 53 miljoner i februari. Utlänningar var nettoköpare för andra månaden i rad med (åter) USD 8 miljoner. För att rekapitulera var utlänningar nettosäljare från maj 2011, ett mönster som bröts för första gången i februari. Att marknaden åtnjöt intresse under månaden trots en i övrigt ganska dyster omvärldsbild kan delvis förklaras av att utlänningar än så länge deltar i mycket marginell omfattning på aktiemarknaden och att våra lokala källor talar om ett stort antal förfrågningar kring aktiemarknaden från utländska investerare. Det faktum att Citigroup (ett av världens största analyshus) under månaden publicerade den första längre rapporten på Pakistan, i våra ögon ovanligt positiv, har sannolikt påverkat intresset. Pakistans höga direktavkastning (strax över 7%) och det faktum att man tillhör kategorin tillväxtmarknader som nettoimporterar råvaror (framförallt petroleumprodukter) kan vidare tänkas utgöra delförklaringar till att aktiemarknaden trotsade den allmänna trenden.

På den politiska fronten har det varit stilla under månaden. Omkring mitten av april torde nyhetsflödet kring det pågående domstolströtsåtalet mot premiärminister Gilani (se föregående månadsbrev) tillta. Tillika fortsätter förhandlingarna kring ett eventuellt återupptagande av NATO-transporterna genom Pakistan in i Afghanistan. Båda dessa moment är förvisso välkända men efter att rapportsäsongen nu är över kan de få ökat utrymme och i ökande utsträckning påverka riskaptiten på marknaden. Det slutliga förslaget kring reavinstbeskattning på aktiemarknaden är försenat men inväntas någon gång under april månad.

Fonden

Fonden steg 6,8% under månaden, jämfört med KSE100 index (SEK) som steg 7,8%. Under första kvartalet steg fonden med 20,4%, jämfört med KSE100 index (SEK) som steg 15,7%. Fonden placerar sig därmed i toppskiktet bland de Asienfonder som säljs i Sverige, något som vi konstaterar glädjande nog har inneburit ett tilltagande intresse för fonden.

Diagram 11: Tundra Pakistanfond vs marknaden under mars månad



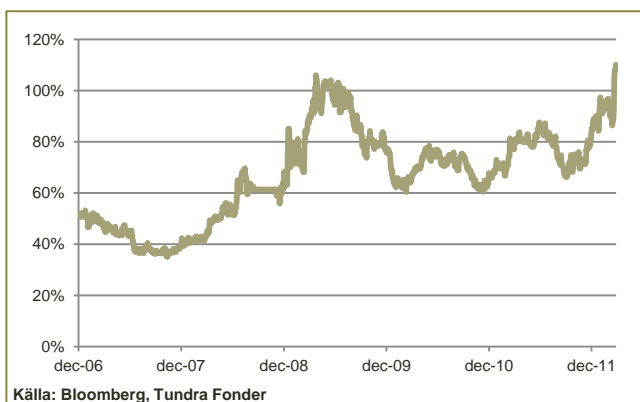
Fondens bästa positioner under månaden var DG Khan Cement +30% (PKR) (som vi för övrigt skrev om i föregående månadsbrev) och återigen Engro Foods +24%. Sämst utveckling uppvisade Fauji Fertilizer Bin Qasim ("FFBL") -12% och Engro Corp -10%.

Vi föredrar FFBL framför FFC

Just FFBL har vi valt att öka vår position i under månaden. Bolaget är ett dotterbolag till större Fauji Fertilizer ("FFC"). FFC är en renodlad ureatillverkare medan FFBLs produktionskapacitet är ungefär 50% urea och 50% DAP. En svag prisutveckling för DAP har pressat kursen för FFBL alltför mycket i våra ögon. Bolagets existerande ureakapacitet värderat på FFCs kapacitetsmultipl (EV/kapacitet) är nu värt mer än hela börsvärdet på FFBL och vi får således övriga verksamheten "gratis". Vi har därför valt att sälja större delen av vårt innehav i FFC och istället investera likviden i FFBL. Diagrammet på nästa sida visar värdet av FFBLs ureakapacitet värderad på samma kapacitetsmultipl som FFC uttryckt i procent av aktuellt börsvärde. Som synes var skevheten på dessa nivåer senast i samband med krisen 2008-09. Vi konstaterar samtidigt att det ligger ett stort antal säljrekommendationer ute på marknaden som lägger alltför stort fokus på den kortsiktiga prisutvecklingen. Med samma ägare, samma utdelningspolicy och liknande likviditet tror vi värderingen kommer normaliseras framöver, något våra andelsägare torde tjäna en bra slant på. En typisk "Tundrainvestering" med andra ord.

Månadsbrev mars 2012 - Tundra Pakistanfond

Diagram 12: Värdet av FFBLs urekapacitet som procent av börsvärdet



Tabell 2: 10 största innehav Tundra Pakistanfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån
				FY2011A	FY2012E		
MCB Bank	9,19%	1780	Pakistans fjärde största bank, bäst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%	6,9	6,7	6,2%	9,6%
United Bank	8,10%	1035	Pakistans tredje största bank, duktiga på IR, innebär sannolik primär beneficiär vid ökat utländskt intresse	4,9	4,4	9,8%	8,3%
National Bank of Pakistan	7,85%	931	Pakistans största bank men fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning	4,3	4,0	13,8%	-2,0%
OGDC	7,30%	7954	Pakistans största olja- och gasbolag	9,9	7,6	4,2%	-0,5%
Engro Foods	4,92%	389	Pakistans "Unilever" eller "Wim-Bill-Dann", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag, framförallt förpackad mjölk	40,7	13,9	0,0%	24,0%
Pakistan State Oil	4,46%	472	Pakistans största distributionsbolag av petroleumprodukter	3,9	4,2	2,0%	-3,6%
Fatima Fertilizer	4,41%	523	En av Pakistans största gödselproducenter	11,7	5,3	6,3%	-0,4%
Allied Bank	4,18%	669	En av Pakistans fem största banker, historiskt hög avkastning på eget kapital	5,1	4,8	6,9%	9,1%
Arif Habib Corp	4,16%	148	Investmentbolag, stor ägare i bl a Fatima Fertilizer, god likviditet trots storlek	n.a.	n.a.	5,3%	8,5%
Unilever Pakistan	4,05%	821	Ledande och snabbt växande livsmedelsbolag, delägt av Unilever	19,5	14,6	5,4%	-0,5%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev mars 2012 - Tundra Agri & Food

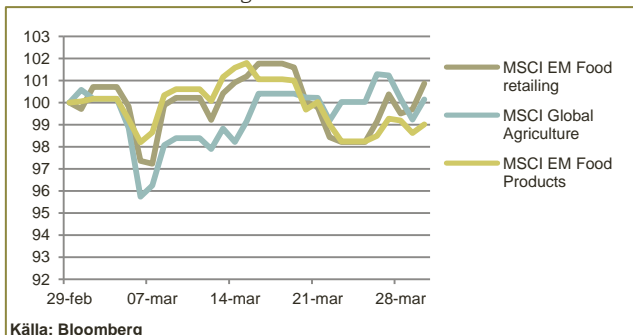
Marknaden - Definition

Tundra Agri & Food är till vår kännedom den första integrerade livsmedelsfonden med uteslutande fokus på tillväxtmarknader. Av denna anledning saknar vi en enhetlig "marknad" att beskriva branschtrender för fondens relevanta sektorer. Vi kommer tillsvidare i våra månatliga marknadsbeskrivning presentera tre index som tillsammans täcker huvuddelen av vårt placeringsmandat: MSCI EM Food Products index, MSCI EM Food retailing index samt MSCI Global Agriculture index. Det första indexet fångar framförallt producenter av vidareförädlad mat, det andra indexet erbjuder ett tvärsnitt av livsmedelsdetaljister och det sista indexet, som synes globalt, fångar huvuddelen av världens (och tillväxtmarknaders) gödselproducenter, underleverantörer till jordbruk och flera jordbruksbolag. För såväl gödselproducenter som underleverantörer till jordbruk är tillväxtmarknader den snabbast växande marknaden och en allt större andel av deras totala försäljning går till tillväxtmarknader. Det är långt ifrån en perfekt beskrivning men det är vår förhoppning att dessa tre index tillsammans ska kunna ge en acceptabel approximation avseende branschtrenderna för de bolag Tundra Agri & Food har möjlighet att investera i. För fondens utveckling adderar vi sedermera MSCI World samt MSCI Emerging Markets som referenspunkter avseende aktiemarknadstrender.

Marknaden

Mars innebar mindre rörelser för alla tre index där EM Food retailing uppvisade en marginellt positiv utveckling emedan både EM Food Products och Global Agriculture marginellt föll under månaden.

Diagram 13: MSCI EM Food Products index, MSCI EM Food retailing index samt MSCI Global Agriculture index



Flera intressanta strukturaffärer har skett under året. Under januari köpte Singaporenoterade Olam International, som tidigare var en spannmålstrader, en större mjölkgård utanför Penza i Ryssland. Totalt var det förvärvet värt USD 500 m,

vilket gav en indikation på vad strategiska köpare tycker att mark och mjölkproduktion i Ryssland är värt. Större rubriker tilldrog sig dock råvaru- och gruvbolaget Glencores förvärv av kanadensiska Viterra, som innebar en breddning av Glencores verksamhet till global livsmedelsförsörjning. Glencore köpte Viterra för USD 6,1 mdr, vilket var 48% premie mot börskurs dagen före förvärvet. Förvärvet är intressant av flera skäl. Dels har Glencore fram till idag varit mycket fokuserade på hårda råvaror (som metaller) och bara varit en trader av mjuka råvaror och dels så är Viterra likt vår fond Agri&Food integrerat i stora delar av värdekedjan av livsmedelsförsörjning. Viterra har tre divisioner: *Agri products* (säljer inputvaror såsom gödsel och andra avkastningsförhöjare till kanadensiska bönder), *Grain Handling* (Viterra har över 40% marknadsandel på spannmålshandel i Kanada, men även betydande verksamhet i Australien) och *Processing*. Inom processing är Viterra Nordamerikas tredje största pastaproducent och världens största producent av processat havre för leverans till världens alla ledande producenter av frukostflingor och müsli. De tre områdena täcker en stor del av vår fonds inriktning med avsaknad av livsmedelsdetaljister.

USDA (US Department of Agriculture), publicerar en av världens mest erkända och mest omfattande databaser om mjuka råvaror. I slutet av mars kom en rapport på spannmålslager och framtidsutsikterna för skördearealer som är stödjande för prisutvecklingen. De kvartalsvisa lagren var under marknadens förväntningar, och den odlade ytan för alla spannmål var lägre än väntat förutom för majs som var större än väntat. Spannmålslagerstatistik bekräftar att foder och annan efterfrågan är högre än USDA har prognostiserat tidigare. För vete specifikt var lagren 16% lägre än för ett år sedan. Statistiken har understött prisuppgång i vete men även för kvävegödsel som kortsiktigt har starkast korrelation med spannmålspriserna.

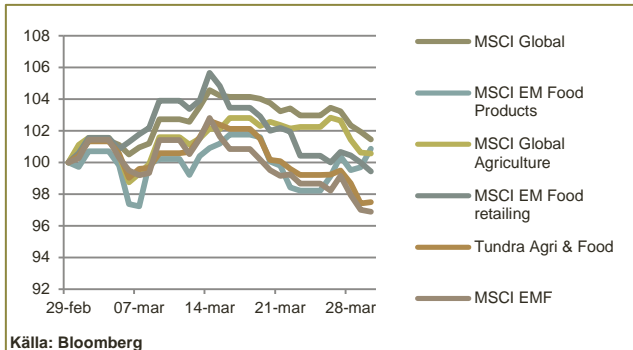
Fonden

Tundra Agri & Food föll 2,5% (SEK) under mars månad, jämfört med MSCI World (SEK) +1,4%, MSCI EMF (SEK) -3,1%, MSCI EM Food products (SEK) +0,9%, MSCI EM Food retailing (SEK) -0,6% och MSCI Global Agriculture +0,6%. Vid månadens utgång innehöll portföljen 33 aktier från 14 länder. Kina (19%), Brasilien (16%) och Ryssland (17%) är största enskilda marknader och de enda tre länder med exponering över 10%. Bäst utveckling uttryckt i USD under fondens andra månad uppvisade Adecoagro +19% och Almarai +8%. Sämst uppvisade

Månadsbrev mars 2012 - Tundra Agri & Food

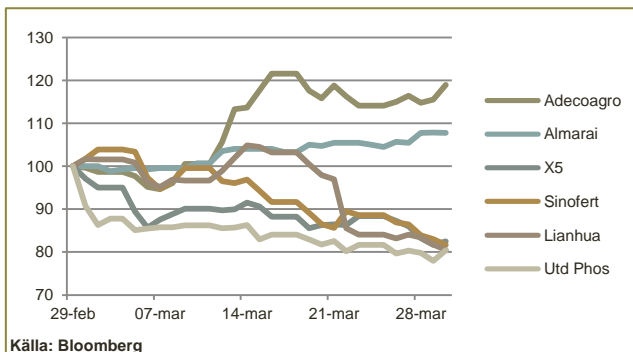
United Phosphorous -20%, Lianhua -20% och Sinofert -18% och X5 -18%. Positivt var att våra två största innehav hade en mycket positiv utveckling under mars. Trots det var fondens resultat negativt för månaden. I flera av portföljbolagen har kvartalsrapporter som kommit in sämre än marknadens förväntningar resulterat i kraftiga kursfall. I ett av dessa bolag, Lianhua Supermarket, fördubblade vi vår position några dagar efter rapporten då vi tycker värderingen är klart intressant efter kursfallet.

Diagram 14: Tundra Agri & Food relativt relevanta index mars månad



Källa: Bloomberg

Diagram 15: Bäst och sämst under mars månad



Källa: Bloomberg

Större innehav

I föregående månadsbrev kommenterade vi några av våra större innehav. Förra månaden presenterades Adecoagro (Argentina jordbruk/Brasilien etanol), Almarai (Gulfländerna mejeri och andra livsmedel), och Sun Art (Kina Livsmedelsdetaljst) Nedan följer ytterligare två större innehav.

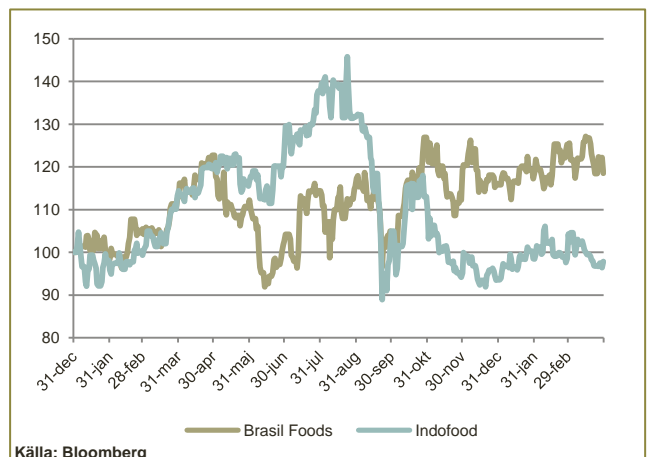
Brasil Foods är ett av världens största matföretag och har mottot "global ledare i produktion av protein" (fritt översatt). Bolaget har knappt 10% av globala handeln inom protein och är bl a världens största exportör av kyckling. Brasil Foods bedriver även betydande mejeriverksamhet (10% av försäljningen) och matförädling i Brasilien.

Totalt tillverkar man över 3000 artiklar inom fågel, gris, nöt, mejeriprodukter, margarin, pasta, färdig frysmat och frysta grönsaker. Bara under förra året lanserades 288 nya artiklar (SKU) 60% av försäljningen är lokal i Brasilien och 40% går på export. Det mest intressanta segmentet i våra ögon är matförädling som bolaget kallar Food Service (för närvarande 6% av försäljningen). Förra året växte segmentet 20% varav 15% i volym. Marginalen före skatt ökade tack vare bolagets synergier med hela 3,2% under 2011. Exportverksamheten har generellt låg marginal, men bolaget verkar att över tiden bli mera lokala. De startade verksamhet i Kina och i Gulfländerna under 2011. Bolaget har varit noterat i Brasilien i 32 år.

Indofood är störst på livsmedelsförädling och distribution av livsmedel i Indonesien. Bolaget är sedan hösten 2010 noterat på börsen i Jakarta. Inom förädlade livsmedel producerar man och distribuerar nudlar och pasta, egen mjölkproduktion, mejerier, snacks, olja och andra fetter, kryddor/såser och olika halvfabrikat inom matlagning. Indofood har även en omfattande jordbruksverksamhet där man odlar upp drygt 200 000 hektar mark. Framförallt produceras palmolja (över 80% av arealen), men även gummi och sockerrör. Slutligen har Indofood ett mycket omfattande distributionsnät på Indonesiens alla större öar. Ingen aktör har ett större nätverk av egen och tredje parts distribution.

Båda bolagen nämnda ovan har omfattande CSR (Corporate Social Responsibility) och Sustainability program, vilket påvisar att även i tillväxtmarknader har dessa frågor blivit vanligare och påverkar bolagens långsiktiga verksamhetsplanering.

Diagram 16: Indofood och Brasil Foods (USD)



Källa: Bloomberg

Månadsbrev mars 2012 - Tundra Agri & Food

Tabell 2: 10 största innehav Tundra Agri & Food

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån
					FY2011E	FY2012E		
Adeco Agro	Argentina	6,5%	1298	En av världens största privata markägare. Verksam i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.	19,4	19,3	0,0%	18,9%
Almarai	Saudiarabien	5,5%	7022	Största mejeriet i Gulfländerna med nästan 50% marknadsandel på mjölk och yoghurt. Har under senare år breddat verksamheten till bl a juice och andra förädlade livsmedel.	18,9	15,5	1,8%	8,3%
Lianhua Supermarket	Kina	4,7%	1273	En av Kinas största livsmedelsdetaljister	14,5	15,6	2,1%	-19,5%
Brasil Foods	Brasilien	4,7%	17458	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojabönor och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien	9,4	8,6	0,0%	-4,3%
Indofood	Indonesien	4,4%	4656	Störst på vidareförädlad mat i Indonesien	13,1	12,0	2,8%	-6,2%
China Agri	Kina	4,4%	2662	Kinesiskt jordbrukskonglomerat. Bl a spannmålsproduktion och biobränslen.	9,5	8,7	2,2%	-12,6%
Saudi Arabian Fertilizer	Saudiarabien	4,2%	12699	Saudiarabiens största producent av kväve. Har stor fördel av tillgång till billig naturgas vilket sannolikt kan bestå under lång tid framöver	11,2	11,8	7,0%	4,2%
Sun Art Retail Group	Kina	3,9%	12923	Största aktör inom Hyper markets i Kina, 12% marknadsandel. Växer snabbt. JV mellan franska Auchan och Tawianesiska Ruentex.	49,2	37,2	1,0%	1,2%
Deere & Co	USA	3,3%	32508	En av världens ledande leverantörer till jordbruk i hela världen. Växer mycket snabbt i tillväxtmarknader	13,0	10,8	2,3%	-2,4%
Kuala Lumpur Kepong	Malaysia	3,3%	8568	Producerar framförallt palmolja, naturgummi och kakao. De raffierar även palmolja för olika produkter	19,1	18,5	3,5%	2,6%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder