

TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV APRIL 2012



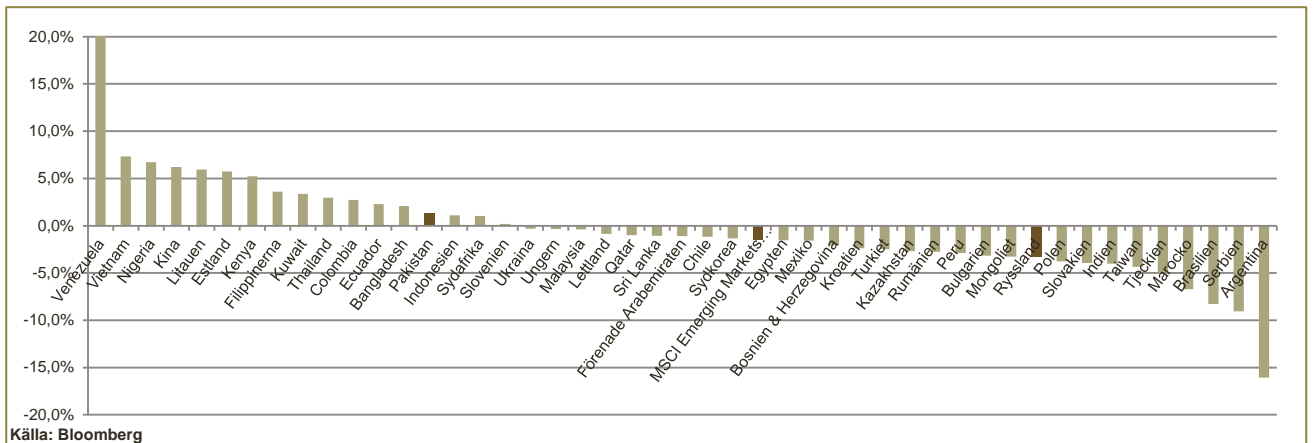
Månadsbrev april 2012 - Tillväxtmarknader under april

Skilda världar

Tillväxtmarknader föll 1,5% (USD) (+0,2% i SEK) under april månad. Det var en blandad utveckling utan något egentligt makrotema (råvaruexporter vs råvaruimportörer) men där Kina stack ut positivt. Bland enskilda länder utmärkte sig även Argentina efter

beslutet att nationalisera YPF. Läs mer om detta i texten om Agri & Food.

Diagram 1: Tillväxtmarknader april 2012



Förnyad europeisk oro..

För utomstående betraktare kan nog marknadens val att ignorera för att sedermera fokusera på i grunden välkända risker framstå som ett närmast bipolärt beteende. Stämning, eller det som vi ibland kallar "sentiment", och som kännetecknas av investerares ständiga pendlande mellan girighet, är det som skapar kortsiktiga större svängningar på aktiemarknaden trots (oftast men inte alltid) väsentligt mindre förändringar i underliggande fundamentala förutsättningar för noterade bolag.

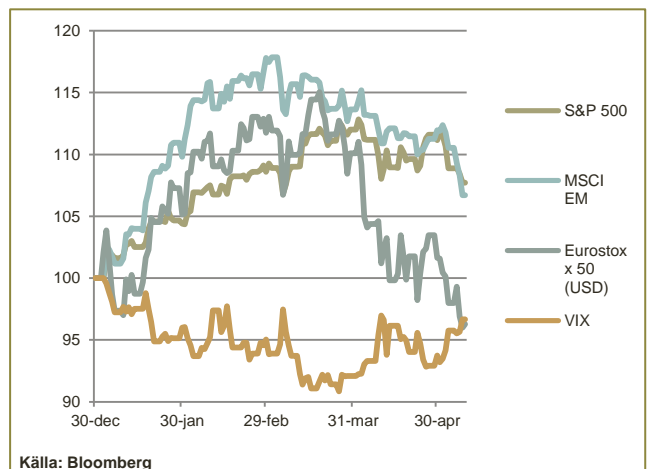
Finansiella marknader som redan var lite oroliga över utsikterna för global tillväxt valde således att gräva djupare i riskerna rörande Europa. Mot slutet av månaden tilltog oron för Grekland inför valet 6 maj och (den egentligen välkända) risken att inget av de partier som enats om åtstramningspaketet skulle kunna bilda regering och att således uppgörelsen med ECB skulle vara i fara. Diskussionen vad konsekvenserna blir om Grekland lämnar EMU berörde i större utsträckning eventuella följd effekter för andra länder i fara, just nu primärt Spanien i rubrikerna.

..men riskaversion ovanligt selektiv

Den kanske mest intressanta iakttagelsen just nu i våra ögon är att oron i Europa i så pass liten grad påverkat USA. Detta syns bl a i det klassiska riskmättet, volatilitetsindexet VIX som återger den implicita volatiliteten på optioner på amerikanska aktieindexet

S&P500. Vi har sett en viss ökning på sistone men inte alls i relation till den oro som just nu präglar Europa och ett antal tillväxtmarknader (se diagram 2).

Diagram 2: Europa, USA, tillväxtmarknader och VIX (USD)



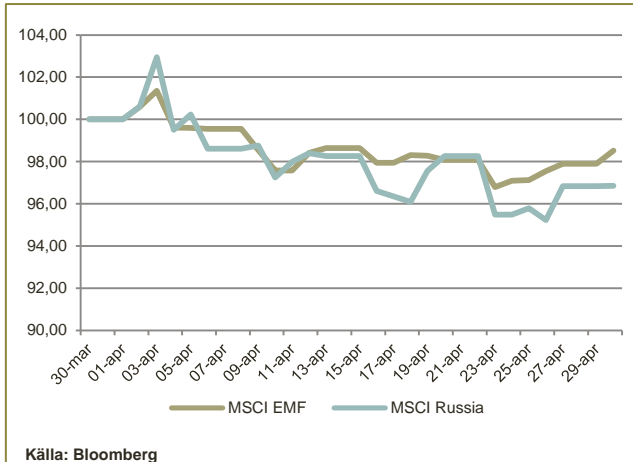
Särskilt intressant att notera är hur Europa och USA från slutet av mars gick helt skilda vägar. Vår tolkning av detta är att marknaden än så länge inte tror på allvarliga globala spridningseffekter på det som just nu sker i Europa, trots mörka rubriker som flirtar med finanskrisen 2008. Pessimisten skulle säga att det enbart är en tidsfråga. Optimisten säger att aktuella orosmoment är väl kända och därmed inte längre får en paralyserande effekt utan agerar som en påminnelse om vad som kan vara en rationell omallokering av det totala sparandet.

Månadsbrev april 2012 - Tundra Rysslandsfond

Marknaden

Den ryska marknaden föll 3,2% (USD) i april jämfört med tillväxtmarknadsindex som föll 1,5%. Hittills i år har därmed Ryssland utvecklats marginellt sämre än tillväxtmarknader som helhet. Ryssland är upp 11,2% medan tillväxtmarknadsindex stigit 12,0%.

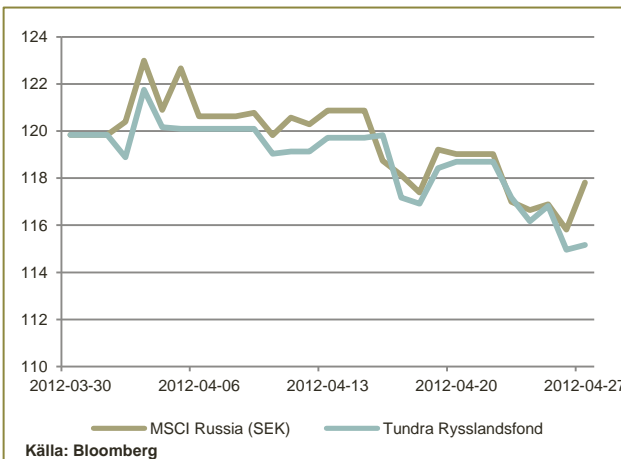
Diagram 3: Ryssland vs tillväxtmarknader



Fonden

Fonden backade 3,9% (SEK) under april månad. Marknaden mätt som MSCI Russia gick ned 1,7% (SEK) under samma period. (Sista dag för handel under april var den 27e varför MSCI Russia var ned 1,9% för hela månaden t o m 30e april).

Diagram 4: Fonden vs marknaden (SEK)

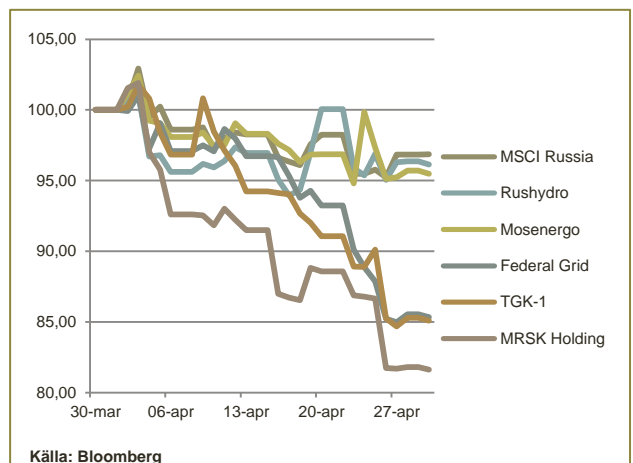


Bästa positioner (beräknat i USD) under månaden uppvisade X5 (+11,3%) Novolipetsk (+6,5%) och EDC drilling (+4%). Sämst utveckling uppvisade MRSK Holding (-17%) TGK1 (-14%) och Federal Grid (-14%).

Att den amerikanska dollarn stärktes mot SEK under april (+1,7%) innebar att fallet minskade i kronor räknat. Fondens största innehav Sberbank pref föll 7,6% vilket tillsammans med nedgången i kraftsektorn förklarar varför fonden utvecklades sämre än marknaden. Marknaden oroar sig i det korta perspektivet för att kraftsektorn inte kan höja sina priser så som tidigare var planerat vilket innebar fallande priser i april, vilket har fortsatt under inledningen av maj. Det gick också rykten i marknaden om en eller flera kraftfonder med stora uttag och som därför var tvungna att sälja i en redan svag marknad. Bästa sektor (SEK) under månaden var konsumentaktier som steg 1,2% därefter Bank och Finans +1,1% basindustri och telekommunikation +1%. Sämsta sektorer var kraft som föll 9,2% och olja och gas som föll 2,5%.

En bidragsanalys av Tundra Ryssland för april visar att fonden hade ett positivt bidrag från alla sektorer utom kraft, bank och finans. I det korta perspektivet är situationen för kraftsektorn fortfarande osäker. Under maj månad eller i början av juni kommer vi få klarhet i hur de reglerade priserna kommer att utvecklas under resten av 2012 och kanske även signaler för de kommande 2 åren. Prishöjningarna kommer sedan att genomföras den 30 juni. Putin har personligen specificerat detta datum vid ett flertal tillfällen så det kommer man antagligen inte backa på. Däremot råder det osäkerhet om hur höga höjningarna blir samt för hur många år som tarifferna kommer att sättas nu i maj/juni. Fonden har sedan start haft en tydlig övervikt i kraftsektorn. Detta fick vi lida för i december 2011 och tillika under april månad. Vi ser dock så pass stora värden i sektorn på längre sikt att vi håller fast vid våra positioner och har till och med ökat dem något.

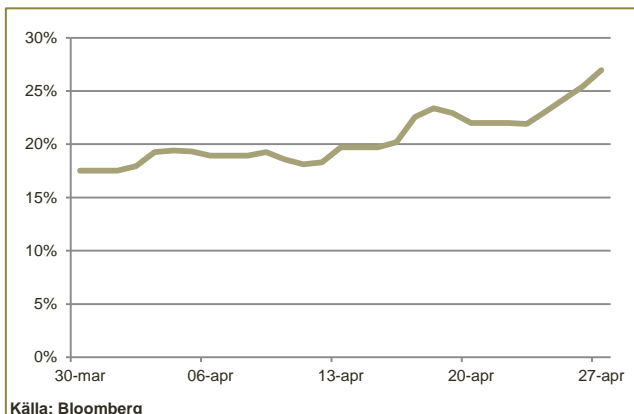
Diagram 4: Ryska kraftaktier under april månad (USD)



Månadsbrev april 2012 - Tundra Rysslandsfond

Att Sberbanks preferensaktie föll nästan 8% i en marknad som bara föll knappt 2% slog hårt mot fondens avkastning då det är fondens största innehav. I mitten av april fick vi dock en utdelning på 2,6% vilket minskar avkastningsskillnaden. Det är dock inte ovanligt i den ryska aktiemarknaden att aktier med lite högre utdelning faller mer än själva kupongen vid utdelningstillfället. Vi känner oss komfortabla med att rabatten i Sberbank preferensaktie framöver kommer att minska. I december 2009 var den 8% då det gick rykten om att banken skulle lösa in preferensaktierna 1:1 mot stamaktier. Sedan dess har rabatten varit 33% som högst vilket var efter utdelningen förra året. För närvarande är rabatten 24%. Då vi senast diskuterade preferensaktien med ledningen rådde det inget tvivel om att deras ambition på sikt är att bara ha ett aktieslag, men hur snabbt en sådan utveckling kan ske är osäkert.

Diagram 4: Sberbank pref rabatt mot stamaktie (%)



Ryssland – Tydligaste exponeringen mot global tillväxt

Bland tillväxtmarknadsinvestorer är Ryssland känt som en högbetamarknad (en marknad som tenderar röra sig kraftigare än tillväxtmarknader såväl i uppgång som i nedgång). Den mest jämförbara marknaden av de större marknaderna är Brasilien. Brasilien föll 8,3% (USD) i april och är därmed upp 7,3% hittills i år. Den extra politiska riskpremie som Ryssland behäftades med relativt Brasilien efter Dumavalet i december förra året har med andra ord minskat något men kvarstår fortfarande till viss del. Ett tecken på det är att genomsnittsvärderingen i Ryssland nu är mer än 50% lägre än för tillväxtmarknadsindex där framförallt Indien och Kina väger tungt förutom Brasilien.

Ryssland som investeringsland ses som utsatt för alla större globala risker i nuläget. Landets position som stor nettoexportör av råvaror, framförallt olja, innebär att

investorer undviker aktiemarknaden när oron kring global tillväxt tilltar. Med 2008 i färskt minne får Ryssland även lida för en åter tilltagande oro på finansiella marknader, denna gången på ländernivå. Under april fördjupades oron för att Spanien, världens tionde största ekonomi i ordningen, inte skulle kunna klara av sina åtstramningsåtgärder. Inte minst med tanke på landets försvagade banksektor, en alltså mycket deprimerad bostadsmarknad samt mycket hög och stigande arbetslöshet. Spanska tioåriga obligationsräntor har åter nått 6% under april från att ha handlat strax över 5% i början på 2012. Problemet för Rysslandsinvestorer är enhetliga varningssignaler på alla dessa globala frågor där Ryssland upplevs som ett högriskland när riskpendeln skjuts mot den andra änden av skalan. Detta förvärras av det faktum att landet inte har en tillräckligt stark och stor inhemsk marknad för att kompensera för råvaruexportrisken. I tolv år har Ryssland levt av ökade råvaruexportintäkter, men inte vidtagit tillräckliga industriella och ekonomiska reformer. En utveckling som innebär att riskpremien som används i värderingsmodeller hamnar i den övre delen av skalan, trots att landets fiskala styrka och relativt goda ekonomiska tillväxt egentligen borde innebära en lägre riskpremie och en mycket högre värdering av tillgångarna. Av den anledningen är det extra intressant att analysera värderingen av ryska inhemska exponeringar, dvs exklusive alla utvinningsindustrier (olja, gas, metaller etc). De domestika eller inhemska bolagen handlas med en genomsnittlig rabatt på 26% till liknande aktier på globala tillväxtmarknader på 2013E P/E (källa: Troika). Detta trots det faktum att ryska aktier väntas visa en genomsnittlig vinsttillväxt på 17% för nästa år jämfört med 10% tillväxt för jämförelsegruppen på tillväxtmarknader.

Ryssland har en bra plattform för tillväxt, men i en mycket osäker omvärld. Ryssland som isolerat investeringsalternativ är i sig mycket gott. Makrobilden är relativt bra, oljepriset håller över den nivå där den ryska federala budgeten är i balans. Den ryska staten och dess invånare har mycket låg belåning om ens någon. Ett mindre budgetunderskott skulle staten således utan problem kunna finansiera med upplåning i Ryssland och internationellt. Den politiska osäkerheten kommer successivt avta när vi får en ny regering, av de bolagsrapporter som hittills kommit in understödjs värderingarna, och de flesta sektorer handlas till en betydande rabatt till sina motsvarande bolag i andra tillväxtmarknader.

Månadsbrev april 2012 - Tundra Rysslandsfond

Inrikespolitiken kan hjälpa – eller stjälpa

Avslutningsvis har vi den inrikespolitiska faktorn. Den nya regeringen kommer att meddelas inom några dagar från skrivande stund. Vladimir Putin återinvigdes som president den 7 maj under pompa och ståt. Putin och den nya regeringen kommer att möta ett antal svåra frågor som kommer att forma såväl det ekonomiska resultatet för ryska statens budget avkastning som utvecklingen för ryska tillgångar för resten av 2012. Budgetöversynen kommer att bli den första punkten för den nya regeringen och uppgiften blir att rymma de extra utgifter Putin lovat under valkampanjen utan att utöka kraven på oljeinkomsterna. Detta har delvis redan påbörjats genom kraftigt höjda skatter för gasbolagen i Ryssland. Utöver detta, kommer Putins och regeringens huvudsakliga prioritering vara att främja ekonomiska program och reformer som tar itu med synen på

Ryssland som ett farligt och svårt land att göra affärer i, eller investera i över huvudtaget. I ett tal till Duman i mitten av april nämnde Putin själv det faktum att Ryssland låg mycket långt ned på internationella korruptionsindex och världsbankens "Doing business index". I det senare ligger Ryssland nu senast på 120e plats. Särskilt intressant att notera är att på punkten byggnadstillstånd hamnar Ryssland på 178e plats och på punkten uppkoppling på elnätet på 183e plats (sämst av alla länder som undersöks). Att "övertala" ryssarna att vända den stadiga kapitalflykt som vi sett sedan mitten av 2008 är inte heller en obetydlig uppgift, men är en av de centrala indikatorer som utländska investerare kommer att titta efter och som kommer att ha en direkt inverkan på huruvida, och i så fall hur mycket, värderingsrabatten på inhemska aktier minskar fram till slutet av året.

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	9,0%	72840	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	5,3	5,4	3,8%	-12,2%
Surgutneftegaz pref	7,4%	28868	Ett av Rysslands största men också mest slutna oljebolag. Låg värdering, hög direktavkastning	3,6	4,8	6,5%	-6,1%
Gazprom ADR	6,8%	135531	Rysslands (och världens) största gasbolag	3,1	3,7	0,0%	-6,1%
Lukoil ADR	4,8%	52054	Rysslands största privatägda oljebolag	4,2	4,3	0,0%	1,7%
MTS (lokal aktie)	4,8%	19714	Rysslands största mobilteleoperatör	12,5	10,4	0,0%	4,0%
Novatek GDR	4,7%	40231	Rysslands största privatägda gasproducent	19,5	17,3	2,2%	-2,2%
Sistema (lokal aktie)	4,7%	8229	Rysslands "Investor" eller "Kinnevik". Stor ägare i bl a MTS.	10,4	10,6	1,2%	-2,7%
Transneft pref	4,7%	10621	Rysslands ledande transportbolag inom olja	2,3	2,5	0,6%	-2,4%
Nomos Bank GDR	3,5%	2477	En av Rysslands ledande privatägda banker	8,2	6,6	0,0%	-7,4%
LSR Group (lokal aktie)	3,5%	2376	Vertikalt integrerat byggbolag med fokus på billigare lägenheter	30,4	11,3	3,2%	-4,9%

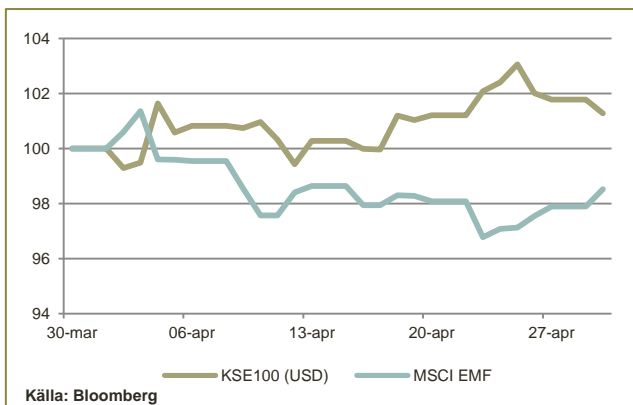
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev april 2012 - Tundra Pakistanfond

Marknaden

Karachibörsen (KSE100) steg 1,3% (USD) jämfört med MSCI EM som föll 1,5% under månaden. Ökat intresse från utländska investerare var en viktig anledning. Utlänningar nettoinvesterade USD 22 miljoner under månaden, jämfört med USD 8 miljoner under såväl mars som februari. Den genomsnittliga dagsomsättningen ökade ytterligare till USD 77 miljoner jämfört med USD 67 miljoner under mars månad. Det är en kraftig förbättring jämfört med 13 års lägsta volymerna i december om USD 20 miljoner men fortfarande långt ifrån toppåren 2007-2008 då den dagliga omsättningen ofta översteg USD 500 miljoner. Utlänningars ökade intresse bedömer vi primärt vara tidiga flöden på förhoppningar om att relationen med Indien kommer förbättras emedan fortsatt politisk turbulens, såväl inrikes- som i utrikespolitiken för tillfället läggs åt sidan.

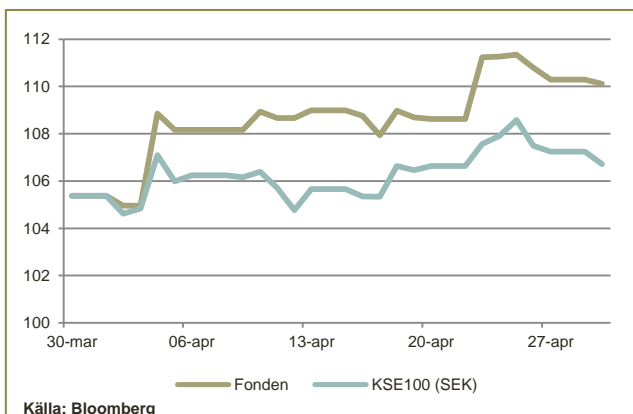
Diagram 5: KSE100 index vs MSCI EMF (USD)



Fonden

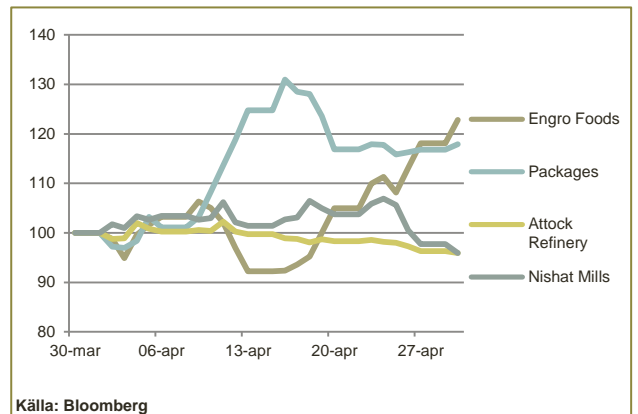
Fonden steg 4,5% under månaden, jämfört med KSE100 (SEK) som steg 2,9% och de mest likvida aktierna (KSE30) som steg 2,4 procent.

Diagram 6: Fonden vs marknaden (SEK)



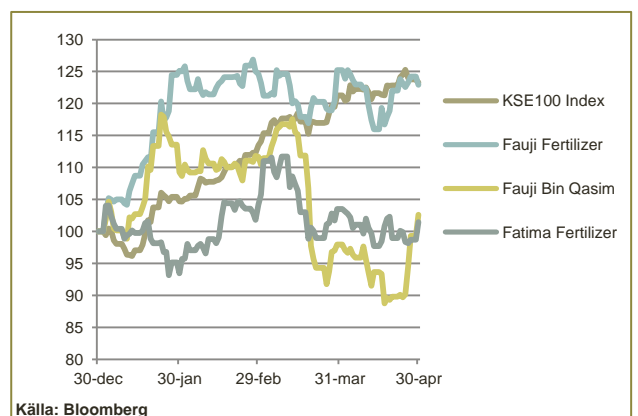
Fondens bästa positioner var Engro Foods +23% (PKR) och Packages Ltd +18%. Sämst utveckling uppvisade Attock Refinery och Nishat Mills med nedgångar om 4% vardera.

Diagram 7: Bäst och sämst april månad



Vi har under månaden adderat två nya bolag med inriktning mot livsmedelssektorn till portföljen. Vi väljer att berätta mer om dessa vid ett senare tillfälle. Vi har vidare tagit vår position i Fauji Bin Qasim Fertilizer (FFBL) till ett av våra största innehav. Gödselsektorn har haft en tuff period med svag prisutveckling, överutbud och därtill produktionsstörningar. Gödselpriserna är reglerade men tenderar följa världsmarknadspriserna med viss eftersläpning. Kvartalsrapporterna för första kvartalet var mycket svaga vilket innebar ett säljtryck på en i övrigt stigande marknad. Det kommer ytterligare ett kvartal med svag resultatutveckling på årsbasis men vi tror att det därefter vänder. Vi har haft låg vikt i sektorn hittills vilket varit positivt för fondens utveckling. Nu tycker vi dock det blivit läge att återigen äga lite mer i sektorn.

Diagram 8: Fauji Fertilizer, Fauji BQ, Fatima vs KSE100 (PKR)



Månadsbrev april 2012 - Tundra Pakistanfond

Politisk uppdatering

Vi ägnar en särskild sektion åt den positiva händelseutvecklingen i relationen mellan Pakistan och Indien. Vi börjar dock med att rekapitulera status på tidigare berörda ämnen.

Diskussionerna mellan USA och Pakistan avseende villkoren för fortsatt militärt samarbete fortsätter. USA kräver att Pakistan åter ska öppna för NATO transporter genom Pakistan in i Afghanistan. Ett beslut från Pakistan väntas preliminärt 16 maj. Ett krav från Pakistans sida har varit att USA skall upphöra med sina s k drönarattacker (förarlösa bombflygplan) på pakistansk mark. USA har ställt sig mycket tveksamma till detta då de anser sig ha internationell rätt att tillämpa denna krigsföringsteknik. En kompromiss är sannolik men det finns en risk för att man ej kommer överens eller att en överenskommelse försenas vilket skulle kunna ge kortsiktigt negativa återverkningar på börsen. NATO mötet 20-21 maj kan vara en möjlig tidpunkt för officiella uttalanden.

Avseende den s k memogateskandalen (läs om bakgrunden i december månadsbrev) upplever vi att sakfrågan blir allt mer diffus. Den Pakistansk-amerikanske affärsmannen Ijaz sade i ett tidigt skede att han hade bevis på sin mobiltelefon. Denna har sedermera tappats bort och innehållet har inte kunnat återvinnas genom mobiloperatörens försorg. Det förefaller tveksamt om Pakistans förra ambassadör Haqqani därmed verkligen kan bindas till frågan. Media som inledningsvis gick hårt åt Haqqani har den senaste tiden börjat svänga och diskussionen handlar i ökande utsträckning om de något underliga omständigheterna kring bevisföringen som skulle gett grund åt Ijaz anklagelser.

I åtalet mot Premiärminister Gilani om domstolstrots fälldes premiärministern, men istället för upp till 6 månaders fängelse beordrades Gilani att stanna kvar, frihetsberövad i rättssalen tills domarna avlägsnat sig (ett par minuter!). Det som händer nu är att oppositionen trycker på för att Gilani ska avgå. Det är sannolikt att PPP kan få igenom en egen ny kandidat om Gilani avgår men om man ej lyckas blir det nyval. Ju närmare de ordinarie parlamentsvalen (senast februari 2013) vi kommer desto mindre dramatiskt blir dock ett eventuellt nyval. Oppositionen försöker förstås utnyttja den fällande domen och demonstrationer är utlovade. Förutsatt att dessa ej urartar och leder till större våldsamheter tror vi dock marknadspåverkan av just denna händelsen blir begränsad oavsett Gilanis öde.

Indien och Pakistan närmar sig varandra

Den positiva händelseutveckling som inleddes 2 november 2011 har fortsatt och under april kom ett antal viktiga tillkännagivanden. Under inledningen av april blev President Zardari den första pakistanska statschefen på 7 år som besökte Indien. Besöket följdes av en presskonferens tillsammans med indiska premiärministern där båda statscheferna uttryckte en stark vilja att öka ländernas ekonomiska samarbete. Den 13 april tillkännagav Indiens handelsminister att man avser tillåta pakistanska direktinvesteringar i Indien. Detta följer på en redan tidigare principöverenskommelse där pakistanska och indiska banker skall tillåtas öppna kontor i sitt grannland. Nyligen öppnades också en anpassad tullstation mellan Lahore och Amritsar som är tänkt att fungera som en hub för lastbilstrafik mellan länderna. Målsättningen är att öka handeln mellan Indien och Pakistan från nuvarande omkring USD 2,6 mdr årligen till USD 8-10 mdr de närmaste åren. Pakistan och Indien nådde också en principöverenskommelse om pakistansk import av elektricitet motsvarande 500 MW (total brist under toppkonsumtion ca 7000 MW) genom en nykonstruerad högspänningsledning mellan länderna på 45 kilometer. Världsbanken har ställt sig positiva till att finansiera investeringen på USD 300-400 miljoner. Denna till synes "lilla" åtgärd är i våra ögon den kanske mest positiva då den dels sätter fingret på ett akut problem och dels är i ett genomförbart format, såväl storleksmässigt som tidsmässigt. Inom 6 månader från byggstart skall importen fungera. Den 20 april, under ett besök i Siachen, uttryckte överbefälhavare Kayani ett tydligt stöd för de pågående förbättrade relationerna med Indien där han påpekade att den bästa garantin för fred i framtiden var förbättrade relationer med Indien. Den indiska försvarsministern gjorde senare samma dag ett motsvarande uttalande. Mycket viktigt, givet de stundande valen, är att oppositionens främsta företrädare Nawaz Sharif (PML-N) ställt sig positiv till ökat ekonomiskt utbyte med Indien. Givet att oppositionen använder alla tänkbare medel för att vinna politiska poäng med inte bara rationella ifrågasättanden utan även mycket populistiska utspel kring el- och bränslepriser samt prisutvecklingen för livsmedel tolkar vi detta som att det finns en bred förståelse för att en majoritet av befolkningen ställer sig bakom den pågående processen, något som även bekräftats i tidigare opinionsundersökningar. Processen tycks således vara förankrad inom alla led av de pakistanska maktfalangerna. För att nå en långsiktig varaktig fred måste Pakistan och Indien en dag nå en överenskommelse kring Kashmirfrågan vilket

Månadsbrev april 2012 - Tundra Pakistanfond

fortfarande är en oerhört känslig fråga för båda länderna och en fråga som de som emotsätter sig en ekonomisk integration kommer använda som slagträ i debatten. Indien har också, precis som USA, tydliga krav på att Pakistan skall gå hårdare åt ett antal organisationer med verksamhet i Pakistan som i Indiens ögon är terrorister. En upptining i relationen mellan Pakistan och Indien kommer att ta tid, lång tid. Det vi ser just nu ger dock stort hopp om förbättringar och man väljer konkreta genomförbara steg istället för att börja med alltför känsliga områden (som t ex Kashmir). Den väg som nu valts – handel först – påminner en hel del om den väg som Frankrike och Tyskland en gång i tiden valde och som återuppbyggde dessa två länders relation. Om processen fortsätter tror vi den kommer vara drivande för såväl Pakistans ekonomiska utveckling (integration i världsekonomin och acceptans i världssamfundet) som omvärderingen av den pakistanska aktiemarknaden. Det vi ser just nu kan vara en av de viktigaste säkerhetspolitiska händelserna världen har sett de senaste 30-40 åren.

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 (USD)
				FY2011A	FY2012E		
Oil & Gas Dev Co	9,0%	7892	Pakistans största olja- och gasbolag	10,9	8,0	4,2%	-0,8%
MCB Bank	7,3%	1740	Pakistans fjärde största bank, bäst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%	7,5	7,3	6,4%	-2,3%
National Bank of Pakistan	7,1%	916	Pakistans näst största bank (Habib Bank gick nyligen förbi mätt i totala tillgångar) men fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning.	4,9	4,7	14,3%	-1,6%
Fauji Fert. Bin Qasim	6,5%	447	Gödselbolag med produktion av bl a urea och DAP. Majoritetsägt av Fauji Fertilier. Billigaste gödselbolaget i nuläget.	4,0	6,1	23,7%	4,3%
United Bank	5,6%	1148	Pakistans tredje största bank, duktiga på IR, innebär sannolik primär beneficiär vid ökat utländskt intresse.	7,4	6,6	10,0%	10,8%
Engro Foods	4,6%	475	Pakistans "Unilever" eller "Wim-Bill-Dann", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag, framförallt förpackad mjölk	88,0	30,0	0,0%	22,4%
Thal Ltd	4,0%	82	Industrikonglomerat men äger även stormarknadskedjan Makro Pakistan	7,3	5,9	3,4%	16,4%
Pakistan State Oil	3,9%	468	Pakistans ledande distributör av petroleumprodukter	3,8	3,9	2,0%	-0,8%
Pakistan Telecom	3,7%	520	Pakistans "Telia". Äger även mobilteleoperatören Ufone med 21 miljoner abonnenter. Hög direktavkastning.	6,8	6,8	13,7%	1,6%
Allied Bank	3,5%	704	En av Pakistans fem största banker, historiskt hög avkastning på eget kapital	6,3	5,5	9,4%	5,2%

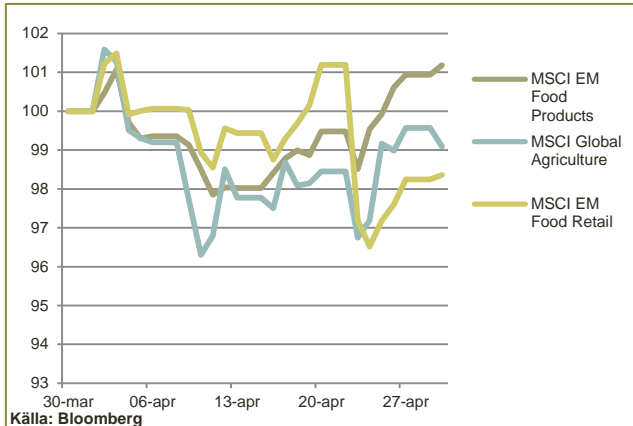
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev april 2012 - Tundra Agri & Food

Marknaden

MSCI Food products index steg 1,2% (USD) under månaden medan MSCI Food retail index och MSCI Global Agriculture index sjönk 0,9% respektive 1,6% under månaden.

Diagram 9: MSCI EM Food Products index, MSCI EM Food retailing index samt MSCI Global Agriculture index (USD)

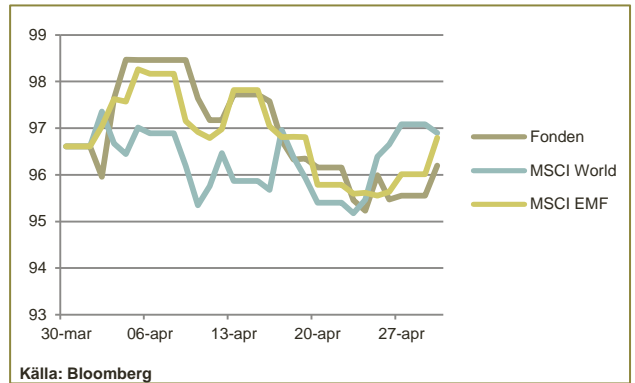


Det var blandade nyheter under månaden inom sektorn. Priset för framförallt sojaböner var starkt i april. VD:n för Bunge (en av världens största spannmålstraders) uttalade sig mycket positivt om priset för sojaböner. Både Economist och Financial Times skrev nyligen artiklar om hur de såg ett nytt 2007/08 framför sig med kraftigt stigande priser för mjuka råvaror lett av stigande pris för sojaböner. Priset på sojaböner har stigit efter torka i framförallt Argentina men även i Brasilien, Uruguay och Paraguay minskar skördarna. Det är väderfenomenet La Nina som givit ett varmt och torrt väder de senaste månaderna. Latinamerika står för 55% av världens export av sojaböner. I USA har man odlat upp större arealer för sojaböner för att möta stigande priser. Detta minskar odlad areal för andra spannmål vilket kommer att ge stöd prismässigt för dessa också. Det som driver efterfrågan är framförallt ökad konsumtion av nötkött i Kina. Importen av sojaböner till Kina har ökat med över 300% från 2006 till 2011 och importen har accelererat de senaste 3 åren. Amerikanska Archer Daniels Midland (ADM) är ett mindre innehav i fonden. ADM är en av världens största traders och distributör av spannmål med verksamhet i 75 länder, 265 processanläggningar och med en omsättning överstigande USD 80 mdr. Aktien steg i början av maj 7% efter sin kvartalsrapport där man uttryckte en mycket positiv marknadssyn. Den långsiktiga trenden med stigande priser tack vare ökad konsumtion i tillväxtmarknader (just nu framförallt Kina) håller i sig.

Fonden

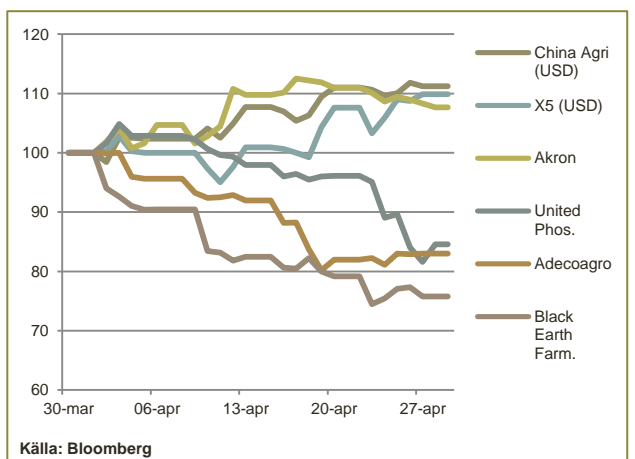
Tundra Agri & Food föll 0,4% (SEK) i april, jämfört med MSCI World (SEK), som steg 0,3% och MSCI Emerging Markets (SEK), som steg 0,2% under samma period.

Diagram 10 : Fonden vs marknaden



Vid månadens slut ägde fonden 37 aktier från 15 länder. Ryssland (20%) Kina (19%) och Brasilien (16%) är de tre länder fonden har största exponering mot. Bäst utveckling under månaden uppvisade China Agri (+12%), X5 (10%) och Akron (8%). Sämst utveckling uppvisade Black Earth Farming (-23%), Adecoagro (-17%) och United Phosphorous (-14%).

Diagram 11 Bäst och sämst under april månad



Under månaden var det ett par negativa nyheter som drabbade fonden. I Argentina beslutade staten att nationalisera spanska Repsols 51% innehav i Argentinas absolut största oljebolag YPF. Argentinas senat godkände det kontroversiella beslutet den 26 april. Planen att frånta det spanska företaget Repsol sin kontrollpost i YPF tillkännagavs tidigare av president Cristina Fernandez de Kirchner. Nationaliseringen har fördömts av Spanien, och EU har sagt att de kan komma att ta ärendet till WTO.

Månadsbrev april 2012 - Tundra Agri & Food

Planen har trots detta visat sig vara populär i Argentina. Förslaget kommer nu att skickas till underhuset för godkännande. Det hade direkt negativa effekter på Adecoagro som är en av Argentinas största markägare och ett av de större innehaven i fonden. Aktien tappade 17% (USD) under månaden. Vidare har det framkommit att EU planerar ett importstopp av nötkött från Argentina i protest mot nationaliseringen. Argentina exporterar förn ärvarande ca 50% av sitt nötkött till Europa. Bolagen JBS och Marfrig har stor verksamhet i Argentina och har drabbats kursmässigt av detta möjliga exportstopp till EU. Ytterligare negativa effekter för nötproducenterna under april var ett konstaterat fall av galna kosjukan i Kalifornien. Det var en mjölkko som drabbades vilket är ovanligt men har gjort marknaden nervös om att fler fall kan komma, något som negativt skulle påverka efterfrågan på nötkött. Slutligen har indiska gödselöretaget United Phosphorous påverkats negativt av kartellanklagelser och myndigheterna har satt ett bötesbelopp motsvarande 9% av omsättningen de senaste 5 åren. Aktien föll 14% (USD) under april och i början av maj pga av denna nyhet. Bolaget har avvisat anklagelserna.

Nytt innehav i fonden för april är turkiska livsmedelsdetaljisten Migros. Bolaget introducerade modernt matdetaljistformat i Turkiet för 57 år sedan. Idag verkar bolaget under flera varumärken men Migros står fortfarande för över 60% av försäljningen. Bolaget har en stark ställning i den turkiska marknaden. De har bland annat ett lojalitetsprogram med 8,2 miljoner medlemmar och automatisk utcheckning i 80 stycken av sina 745 butiker. De har även butiker i Kazakstan och i Makedonien. Bolaget räknar med att kunna fortsätta uppvisa tvåsiffrig försäljningsökning och en stabil bruttomarginal på ca 26%. De har som expensionsmål att öppna 100 nya snabbköp och 2 nya stormarknader under 2012 och 2013.

Tabell 3: 10 största innehav Tundra Agri & Food

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E			
					FY2011A	FY2012E	Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån
Indofood	Indonesien	4,8%	4640	Störst på vidareförädlad mat i Indonesien	13,3	12,2	2,8%	-0,3%
Almarai	Saudiarabien	4,3%	7146	Största mejeriet i Gulfländerna med nästan 50% marknadsandel på mjölk och yogurt. Har under senare år breddat verksamheten till bla juicer och andra förädlade livsmedel.	21,6	17,9	1,9%	2,2%
China Agri	Kina	4,3%	2977	Kinesiskt jordbrukskonglomerat. Bl a spannmålsproduktion och biobränslen	8,7	8,0	2,1%	11,8%
Brasil Foods	Brasilien	4,2%	16080	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojaböner och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien	8,6	8,4	0,0%	-7,9%
X5	Ryssland	4,0%	6865	Rysslands näst största livsmedelsdetaljst	26,3	21,4	0,0%	10,2%
Adecoagro	Argentina	3,9%	1075	En av världens största privata markägare. Verksamma i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.	18,9	19,6	0,0%	-17,5%
Lianhua Supermarket	Kina	3,9%	1170	En av Kinas största livsmedelsdetaljister	11,7	14,1	3,0%	-8,1%
JBS	Brasilien	3,7%	11649	Världens största producent av nötkött. Finns i alla världsdelar utom Afrika. Även betydande kyckling och fläskproducent.	182,9	17,3	0,0%	-4,3%
Cosan	Brasilien	3,6%	2413	Bl a En av världens största producenter av etanol och socker.	13,7	12,5	2,1%	-6,8%
China Bluechem	Kina	3,4%	1267	En av Kinas största gödselproducenter, stor produktion av kväve men även fosfor	12,7	11,3	3,6%	-5,5%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder