

# TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV AUGUSTI 2012



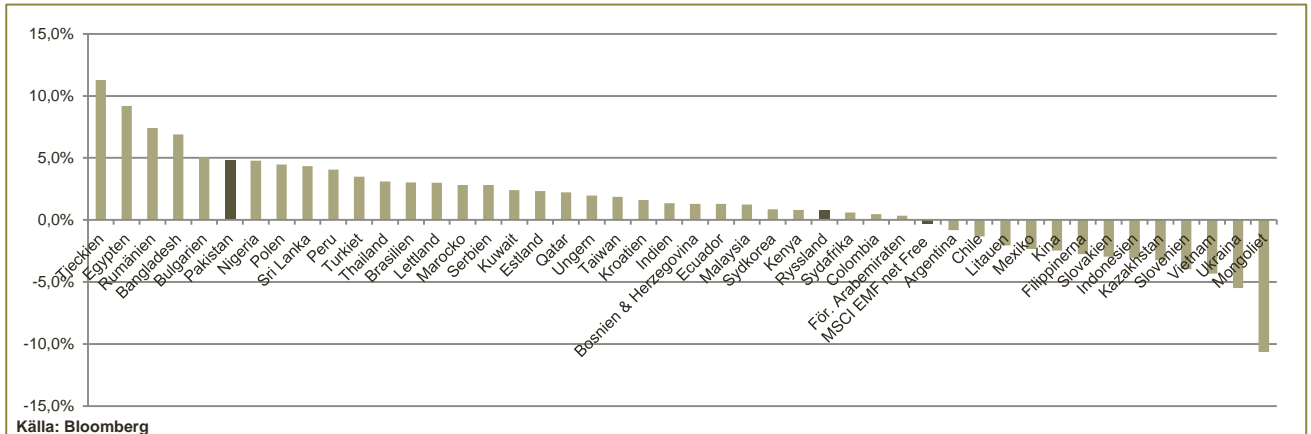
## Månadsbrev augusti 2012 - Tillväxtmarknader under augusti

### Stiltje på tillväxtmarknader

Tillväxtmarknader föll 0,3% (USD) under augusti. En starkare svensk krona (2,8% mot USD) innebar dock att månaden i SEK stannade på -3,1%. Sämst av de större

tillväxtmarknaderna var återigen Kina (-2,5% i USD). En starkare euro (drygt 2% mot USD) innebar att flertalet tillväxtmarknader med europeisk koppling återfanns bland de bättre marknaderna under månaden.

Diagram 1: Tillväxtmarknader augusti 2012 (USD)



Källa: Bloomberg

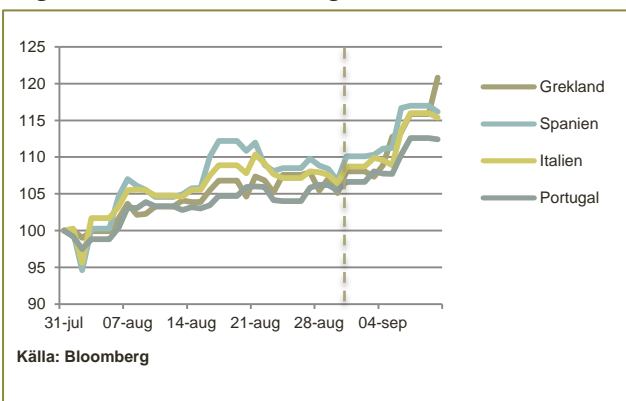
### Stigande förhoppningar

Stigande aktiemarknader i Grekland, Italien, Portugal och Spanien inför Draghis tal 6 september visade på förhoppningar kring någon form av väg framåt för eurosamarbetet. Uppgången fortsatte efter ECBs meddelande om en ny variant av återköpsprogram för obligationsmarknaden, denna gången utan någon övre gräns beloppsmässigt (sannolikt nödvändigt för att inte världens makrohedgefonder omedelbart skulle kontrollera de finansiella möjligheterna att gå emot). Stigande råvarupriser där t ex oljan steg närmare 10% under månaden är normalt ett tydligt tecken på ökande riskaptit. Även detta gick aktiemarknaden förbi. Ryssland tog sig t ex knappt över plusstrecket under månaden. Tillkännagivandet av Kinas nya centrala stimulansprogram inom infrastruktur en knapp vecka in i september gav dock slutligen en viss knuff uppåt på riskaptiten. Flera av de råvaruberoende marknaderna,

bl a Ryssland och Brasilien har fått en bra start på september. I skrivande stund (14/9) har vi just sett QE3 från USA som innebär ytterligare bränsle till aktiemarknaden på kort sikt.

Vi anar dock en fortsatt stor försiktighet gentemot aktier. Inom vissa investerarkretsar skulle vi nästan kalla försiktigheten kapitulation. Att topplistorna avseende mest sålda fonder nästan undantagslöst toppas av fonder med inriktning mot företagsobligationer är förstas en indikation på hur "ute" aktier är i nuläget. Obligationsägare är förvisso prioriterade fordringsägare och slipper delta i eventuella nyemissioner men om företagen i slutändan inte har avsättning för sina produkter och går under hjälper det förstas föga. Det är således uppenbart att obligationsköparna trots allt tror att bolagen överlever. Vi konstaterar också att riskkapitalfonder fortsatt signalerar god tillgång till nytt kapital. Att döma av hur investerare agerar verkar de således heller inte vara särskilt pessimistiska till företagens vinstutveckling. Snarare verkar det råda en uppgivenhet inför själva kursrörelserna som aktiemarknaden uppvisar. En rädsla för att se sina investeringar sjunka i värde på kort sikt och misstro till marknadens förmåga att sätta rätt pris även på noterade aktier. Man ska ha stor respekt för hur länge detta ointresse kan bestå. Placeringshorisont och uthållighet är ett viktigt moment. Men när världens investerare relativt unisont verkar ha tröttnat på aktier och direktavkastningen på flera stora aktiemarknader tangerar räntan på obligationsmarknaden är det i våra ögon ett långsiktigt köptillfälle för just aktier.

Diagram 2: Aktiemarknadsutveckling (EUR)



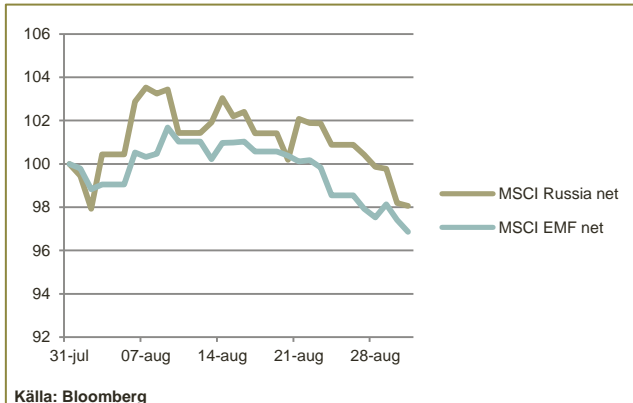
Källa: Bloomberg

## Månadsbrev augusti 2012 - Tundra Rysslandsfond

### Marknaden

Den ryska marknaden mätt som MSCI Russia net sjönk 1,9% (SEK) i augusti jämfört med tillväxtmarknader (MSCI Emerging Market net) som sjönk 3,1%.

Diagram 3: Ryssland vs tillväxtmarknader (SEK)



Som vi berör i det inledande avsnittet om tillväxtmarknader i stort så var den ryska aktiemarknadens utveckling svag under augusti givet att oljepriset steg 6,5% i SEK samtidigt som den globala riskaptiten var stigande. Spanska börsen steg 9,5% i SEK och den italienska tvåårsräntan föll 1,2%. Normalt stiger den ryska börsen i en miljö där riskaptiten ökar.

Det sämsta delindexet i MSCI Russia under augusti var gruv- och metallbolag som föll 8,9% i SEK. Kraft föll 7,5% och konsumentaktier föll 4,3%. Bästa delindex var bank och finans som var oförändrat följt av olja och gas som föll 0,5%. MSCI Russia småbolag föll 2,9%, allt i SEK.

Nyhetsmässigt i och utanför Ryssland dominerade bevakningen och domen mot tjejpunkgruppen Pussy Riot som tidigare i våras sjöng i Jesus Frälsare kyrkan i Moskva inför presidentvalet i Ryssland. Mediabevakningen i Sverige var mycket stor, tidningarnas kultursidor kommenterade rättegångarna och TV4s lördagsmorgon som normalt handlar om nyheter närmare Sverige hade en pensionerad svensk punksångare på plats som menade att om Sverige hade haft samma lagar som Ryssland så skulle han fått flerårigt fängelsestraff. Domen och behandlingen av de tre tjejer som sjöng i kyrkan har skadat Rysslands anseende utanför Ryssland. De flesta tycker att domen är för hård och det skickar märkliga signaler när de åtalade sitter i samma skyddsallé i glasbur som andra åtalade som åtalas för väsentligt grövre brott med mycket längre fängelsestraff som följd.

Hur det hela har uppfattats i Ryssland är lite annorlunda. Det finns ett stort stöd för att gruppen fick ett långt och kännbart fängelsestraff. Flera oppositionspolitiker har även tagit avstånd från deras uppträdande. Bland annat Alexei Navalni som i Der Spiegel menade att de har skadat oppositionen.

WTO avtalet är klart för Ryssland men det hamnade helt i bakgrunden av händelserna med Pussy Riot. Inom några år kan WTO få en positiv effekt för handeln mellan Ryssland och andra länder. Det finns också förutsättningar att konkurrensen i vissa sektorer kan öka i Ryssland. Vidare att utländska etableringar i Ryssland förenklas inom flera områden. På kort sikt rör sig dock de utländska bankerna åt andra hållet snarare än ökat deltagande i den ryska bankmarknaden. Under augusti skrev Financial Times att Svenska Handelsbanken stänger ner sin verksamhet i Ryssland. Övriga utländska banker som stängt de senaste åren enligt samma tidning är HSBC, Barclays, Santander, Swedbank och holländska Rabobank.

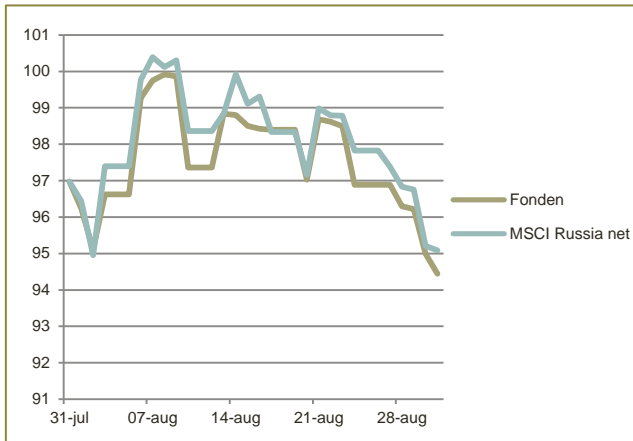
Under augusti uppmärksammade Bloomberg News att två utländska investmentbolag/fonder, Third Millenium Fund och Vostok Nafta, som investerat i Ryssland sedan i mitten på 90-talet, stänger ner sin verksamhet inriktad mot noterade ryska aktier. Tidigare har även EOS Russia annonserat att de ska avveckla marknadsportföljen och bara behålla fyra eldistributörer som är strategiska innehav. Tidigare i år har även Red Star lagt ner och den tyska förvaltaren Wermuth, med bas i Moskva, har lagt ner sina två fonder. Wermuth hade så sent som för 5 år sedan över USD 1 mdr under förvaltning. Efter dessa nedläggningar är det få utländska ägare och förvaltare kvar i Ryssland. Att det är färre aktörer som handlar i mindre likvida aktier är negativt för marknaden. Å andra sidan ökar möjligheterna till avkastning för de aktörer som finns kvar.

## Månadsbrev augusti 2012 - Tundra Rysslandsfond

### Fonden

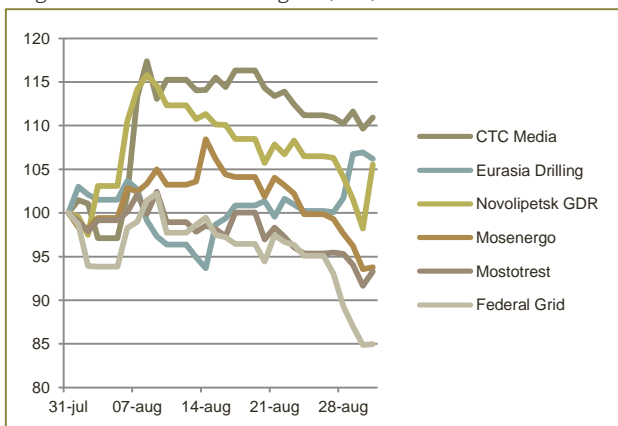
Tundra Rysslandsfond sjönk 2,6% (SEK) under augusti månad, jämfört med marknaden (MSCI Russia net SEK) som sjönk 1,9% under samma period.

Diagram 4: Fonden vs marknaden (SEK)



Bäst utveckling (SEK) under månaden i fonden uppvisade CTC Media (+11%) EDC Drilling (+7%), Novolipetsk (+6%), Sberbank pref (5%) och TGK 1 (4%). Sämst utveckling uppvisade Federal Grid (-15%), Mostotest (-6%), Mosenergo (-6%) och Etalon (-5%). USD föll 2,8% mot SEK under augusti.

Diagram 5: Bästa och sämsta augusti (SEK)



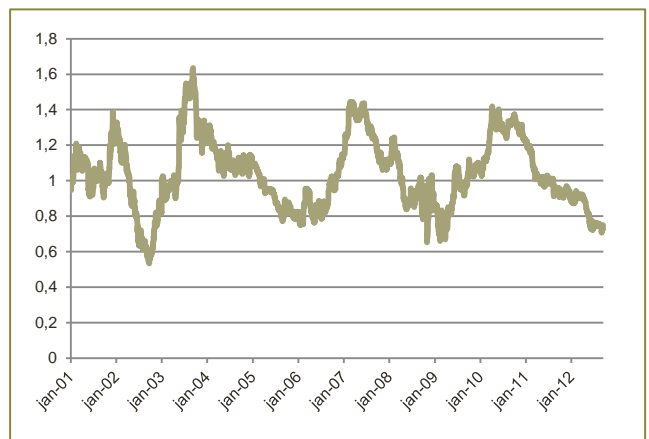
Bidragsanalysen för augusti visar att fonden förlorade 0,6% mot marknadens avkastning i finanssektorn och 0,4% i kraftsektorn, därefter telekommunikation med minus 0,3%. Det största positiva bidraget jämfört med marknadens avkastning kom från att vi var underviktade i gruv- och metallbolag som var månadens sämsta sektor. Andra positiva bidraget kom från vår exponering mot sällanköpsvaror. Den största övervikten i fonden jämfört med marknadensindex är kraft och därefter bank och finans. Den största undervikten mot index är energibolag.

Under året har kraftsektorn fallit med 27% medan den bästa sektorn konsumentvaror har stigit med 45%. Näst bästa sektor är bank och finans med en uppgång på 8%. Intressant att notera att småbolagsindex är ned 18% under året jämfört med MSCI Russia net som är ned 1,3%, vilket illustrerar hur investerare fortfarande skyr aktier med sämre likviditet framför större bolag.

Vår tes om en omvärdering av den ryska kraftsektorn efter presidentvalet har kommit på skam. Det råder fortfarande osäkerhet om var ägandet i tre stora ryska kraftbolag Rushydro, MRSK Holding och Federal Grid ligger. Dvs direkt i statens ägo eller hos det statliga investmentbolaget Rosneftegaz som styrs av fd vice premiärminister Sechin. Det förekommer fortfarande olika uppgifter om ytterligare försämringar av villkoren för prissättning inom kraftsektorn både för distributörer och producenter av el. En intressant iakttagelse är dock att det "fria" marknadspriset på el har stigit efter presidentvalet. Den s k spark spreaden, dvs skillnaden mellan gaspris och elpris har ökat från Rb 163 före valet till nuvarande nivå på Rb 231 per MWh. Dagens nivå motsvarar, så när som på några rubel, den nivå elproducenterna hade under 2010 och 2011.

Intressant är också en analys av hur kraftsektorn har utvecklats på längre sikt. I grafen nedan visar vi hur kraftsektorn har utvecklats jämfört med den ryska marknaden och att ett tydligt cykliskt mönster visat sig historiskt. Med facit i hand började vi öka i kraftsektorn något för tidigt vilket givet marknadsrörelserna straffat fonden ordentligt till dags datum.

Diagram 6: Kraftsektorn relativt marknaden (Micex)



Som kan utläsas av diagrammet ovan anser vi dock att det finns goda möjligheter för våra andelsägare att tjäna bra med pengar på denna exponering i slutändan. Vi behåller således vår övervikt mot kraftaktier i fonden då många av bolagen idag har en mycket låg värdering.



## Månadsbrev augusti 2012 - Tundra Rysslandsfond

### Viktig förklaring till svag rysk marknad

Det ryska analyshuset Troika som numera till 100% ägs av den statligt majoritetsägda banken Sberbank har delgivit oss en intressant analys av utvecklingen på alla energibolag med marknadsvärde över USD 5 mdr (SEK 33,5mdr). Under en fem års period är Gazprom, med en avkastning på minus 57%, den sämsta aktieplaceringen när totalavkastningen har beräknats med inkluderade utdelningar för hela denna grupp. De övriga bolagen i botten är servicebolag som varit involverade i BPs olycka i mexikanska gulfen, Repsol som fått sitt argentinska dotterbolag konfiskerat utan ersättning från argentinska staten samt amerikanska naturgasbolag som förlorat på att naturgaspriset i USA fallit 70-80% under denna period. De 16 bästa bolagen i denna grupp av relativt stora energibolag, däribland det ryska bolaget TNK-BP, har uppvisat en avkastning på 50% eller mera.

Det intressanta i denna analys är att det operativa rörelseresultatet (vinst före avskrivningar, räntenetto och skatt) i Gazprom under perioden 2007-2012 har fördubblats. Det låter lite märkligt att en aktie som fördubblat sitt rörelseresultat kan falla med 57%. Fallet i marknadsvärde är motsvarande USD 123 mdr eller SEK 824 mdr med dagens växelkurs. Fallet i marknadsvärde har haft en mycket stor betydelse för värdet på hela ryska marknaden men också på omsättningen och hur andra ryska bolag värderas.

Hur förklarar då Troika att aktien fallit så mycket när vinsten ökat? Deras korta svar är att en aktie inte jagar "pappersvinster" utan undviker värdeförstörande kassaflöden. Förklaringen till denna kärnfulla mening är ganska omfattande beräkningar från Troikas sida om i vad och var Gazprom har gjort sina enorma investeringar på USD 162 mdr eller SEK 1 085 mdr SEK under perioden. Troika menar att drygt USD 60 mdr har varit ren värdeförlust i de investeringar de gjort. De två största projekten där Gazprom "förlorat" över USD 40 mdr är Yamal och Nord Stream. Yamal är ett komplicerat gasprojekt där efterfrågan på gas inte finns på marknaden de närmaste 5-10 åren. Nord Stream är den pipeline som passerar nära Gotland vars syfte är att kunna sälja gas till Tyskland utan att passera Vitryssland eller Ukraina.

Rysk media har rapporterat mer och mer frekvent om möjliga oegentligheter i ryska bolag som kan förklara hur investeringarna i bolag som Gazprom kan vara så höga utan att generera motsvarande avkastning.

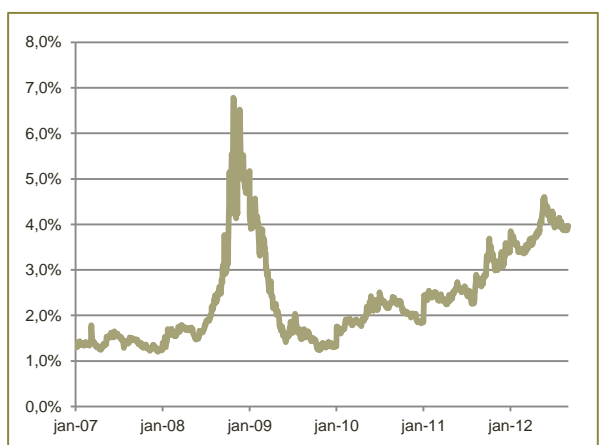
Den ansedda ryska tidningen Vedomosti har skrivit att Gazprom betalar 30% mer för sina pipelines än vad pipelineproducenterna tar vid fabriken. Detta p g a av att Gazprom köper av mellanhänder. Enligt den ryska banken VTB är står pipeline investeringar för 10-20% av Gazproms årliga investeringar som i år uppgår till omkring USD 40bn. Med andra ord skulle Gazprom bara under innevarande år betala USD 1,2-2,4 mdr extra för sina pipelines jämfört med priserna i fabrik. Med tanke på de stora volymer som Gazprom köper borde de snarare få rabatt mot fabrikspriser.

Visserligen har Gazprom förbättrat sitt rörelseresultat med USD 30 mdr under perioden men när de investerar mer än så plus att många projekt inte har ett positivt nuvärde så är det negativt för aktiekursen.

Sammantaget en mycket intressant rapport som säger mycket om Gazprom under de senaste fem åren. Men med dagens värdering så har mycket negativt även framledes diskonterats i aktiekursen.

Direktavkastningen beräknat på den gångna vårens utdelning är 5,8%. En nivå Gazprom historiskt aldrig kommit i närheten av. Högre direktavkastning gäller inte bara Gazprom utan hela ryska marknaden. En stor skillnad mot tidigare är att fler och fler ryska bolag ger god direktavkastning. Vi håller det dessutom inte för otroligt att staten kommer öka trycket ytterligare på statligt kontrollerade bolag att öka utdelningen nästa vår.

Diagram 7: Direktavkastning ryska aktiemarknaden



### Ekonomi och politik

Det kommer allt fler indikationer på att den starka tillväxten i Ryssland under årets första sex månader saktar in under andra halvan av 2012.

Inköpschefsindex i augusti var ner till 51 från 52 i juli där den negativa drivfaktorn var ett betydligt svagare delindex för framtida order, 50,6 i augusti mot 53,4 i juli.

## Månadsbrev augusti 2012 - Tundra Rysslandsfond

Den för Ryssland så viktiga oljesektorn har återigen satt nytt produktionsrekord under augusti. Den nuvarande produktionen är 10,38 miljoner fat per dag, vilket är 0,4% högre än i juli. Att Rosneft har ökat sin produktion i östra Sibirien och Lukoil i västra Sibirien är de två viktigaste förklaringarna. För gassektorn föll produktionen 1% under augusti.

De strukturella reformerna i Ryssland och privatiseringarna har ännu inte kommit igång. Ryssland har efter presidentvalet och den nytillsatta regeringen fått den på pappert mest liberala och reforminriktade regeringen på mycket länge. Regeringen lider dock av två krafter som hämmar. Dels är ryska Duman inte alls så samarbetsvillig mot nuvarande premiärminister Dmitry Medvedev som de var mot den tidigare premiärministern (och nuvarande presidenten Vladimir Putin) och dels så har President Putin mer eller mindre satt upp ett "skuggkabinett" i Kreml. I Kreml har Putin samlat flera fd ministrar och även tjänstemän från sin tidigare regering. Vissa bedömare vi talar med menar att Dumans motstridighet att rösta igenom regeringens förslag och "skuggkabinettet" i Kreml paralyserat den politiska utvecklingen i Ryssland.

Inom kort kommer budgeten att behandlas, det blir en avgörande punkt för Medvedev att visa att han är regeringschef. Under augusti har även premiärminister Medvedev i statlig media anklagats för att varit alltför saktmodig i kriget med Georgien 2008 och en hög militär hävdade att det var först när det nådde Vladimir Putin som var på statsbesök i Kina som den ryska

armén kunde agera. Detta kan vara en del i den smutskastningskampanj som de sk "hårdförda" för mot Medvedev, andra hävdar att detta är början till slutet för Medvedev som premiärminister. Det faktum att han misskrediteras i statlig TV är ett traditionellt första steg för att han senare ska ombes att avgå.

Intressant är hur öppet korruptionens utbredning och storlek nämns i rysk media. Rysslands rikstäckande korruptionsbekämpningsorganisation, "Rena händer", som är en del av den ryska föreningen för advokater för mänskliga rättigheter, publicerade sin femte rapport om korruption i landet och fann att den genomsnittliga mutan har ökat från Rb 9 000 till Rb 300 000 (USD 300 till USD 10 000) mellan 2008 och 2012, rapporterar den ansedda tidningen Kommersant. Det genomsnittliga beloppet för en muta skiljer sig mellan regioner. I Moskvaregionen har nivån femdubblats för att nå Rb 395 000, medan den i Tatarstan har minskat med 50%. Storleken på den svarta ekonomin har också ökat, enligt samma rapport, från 35% av BNP 2008 till nuvarande 52,6%, även om en del av denna tillväxt förklaras av ekonomisk inbromsning. Oppositionen har planerat och sökt tillstånd för en demonstration den 15 september. Den första ansökan beviljades inte då en eller flera personer som ansökte om tillståndet hade anmärkningar på sig. Oppositionen har därefter lämnat in ytterligare en ansökan. Demonstrationen blir den första styrkemätningen för hur mycket människor oppositionen kan samla efter presidentvalet. Helt klart sedan tidigare är att Vladimir Putin kommer att påverkas av ett stort deltagande.

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 (SEK)	Noteringsmän (lok valutavaluta)	Förändr. 1
				FY2011A	FY2012E	FY2013E				
Sberbank pref	9,4%	65 186	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	4,3	4,3	4,0	3,8%	4,9%	RUB	7,9%
Gazprom ADR	7,6%	114 402	Rysslands (och världens) största gasbolag	3,0	2,8	2,8	5,8%	1,8%	USD	4,4%
Novatek GDR	5,9%	36 223	Rysslands största privatägda gasproducent	17,9	14,9	12,0	0,8%	2,8%	USD	5,5%
Lukoil ADR	5,8%	48 312	Rysslands största privatägda oljebolag	3,9	4,0	4,3	4,1%	-2,0%	USD	0,5%
Sistema (lokal aktie)	5,2%	7 811	Rysslands "Investor" eller "Kinnevik". Stor ägare i bl a MTS.	9,8	6,3	5,1	1,1%	-4,3%	RUB	-1,5%
MTS (lokal aktie)	5,1%	15 493	Rysslands största mobilteleoperatör	10,5	7,8	8,3	6,1%	-5,0%	RUB	-2,2%
IBS Group	4,5%	488	Rysslands största IT-företag	15,4	12,8	8,6	5,5%	1,1%	EUR	1,5%
Etalon	4,5%	1 829	Ett av Rysslands ledande byggbolag	12,2	8,8	6,9	0,0%	-5,7%	USD	-3,2%
LSR Group (lokal aktie)	4,0%	1 766	Vertikalt integrerat byggbolag med fokus på billigare lägenheter	21,9	10,0	9,9	3,6%	-4,8%	RUB	-2,1%
Rushydro GDR	3,9%	7 176	Världens största noterade vattenkraftbolag	6,4	8,2	6,6	1,0%	-1,7%	USD	0,9%

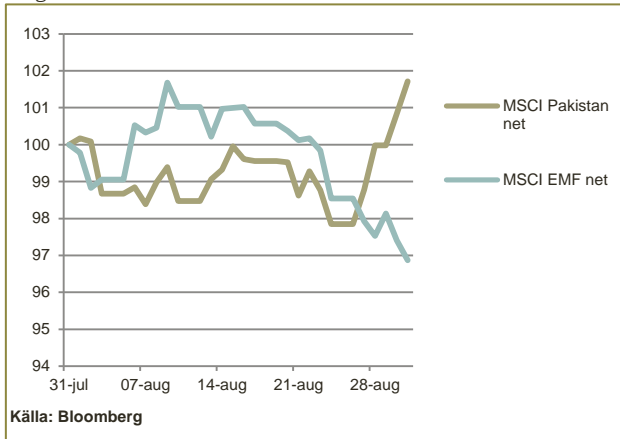
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Månadsbrev augusti 2012 - Tundra Pakistanfond

### Marknaden

MSCI Pakistan net (SEK) steg 1,7% under månaden, jämfört med MSCI Emerging Markets net (SEK) som sjönk 3,1%. Rupeen (och USD) försvagades 2,8% under månaden vilket dämpade avkastningen i kronor räknat. Den genomsnittliga dagsomsättningen steg till USD 45 miljoner, jämfört med USD 36 miljoner under juli.

Diagram 7: Pakistan vs tillväxtmarknader (SEK)



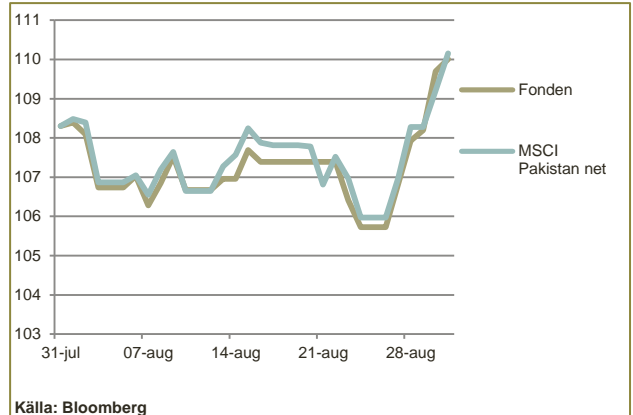
Utlänningar var nettköpare med USD 50 miljoner. Den huvudsakliga anledningen till marknadens relativt starka utveckling var inledande positiv inflationsstatistik som den 10 augusti ledde till en oväntat stor räntesänkning (150 punkter mot förväntat 50-100 punkter). Bra deltagande från utlänningar gav tillika lokala aktörer råg i ryggen. En höjning av de priser olja- och gasbolagen har rätt att ta ut för ny produktion påverkade sektorn positivt.

Tongången mellan Högsta Domstolen och regeringspartiet Pakistan's People's Party (PPP) mildrades något. Premiärminister Ashraf som nu suttit drygt två månader på sin post fick uppskov till 18 september att meddela huruvida han avser begära ut uppgifter tangerande en korruptionsundersökning mot sittande presidenten Zardari. Det mest sannolika är att Ashraf, likt sin föregångare Gilani, vägrar och således blir diskvalificerad från posten som premiärminister. På samma sätt som när Gilani blev diskvalificerad har dock PPP möjlighet att utse en efterträdare varpå processen åter kan börja om. I november skall en interimsregering bestående av representanter från hela parlamentet ta över makten inför parlamentsvalet i februari/mars. Med mindre än två månader kvar till denna tidpunkt blir det politiska händelseförloppet än mindre betydelsefullt. Riskmomentet är om bråket mellan Högsta Domstolen och PPP skapar oroligheter i landet. Det är dock osannolikt då det saknas incitament från någons sida givet närheten till de kommande valen.

### Fonden

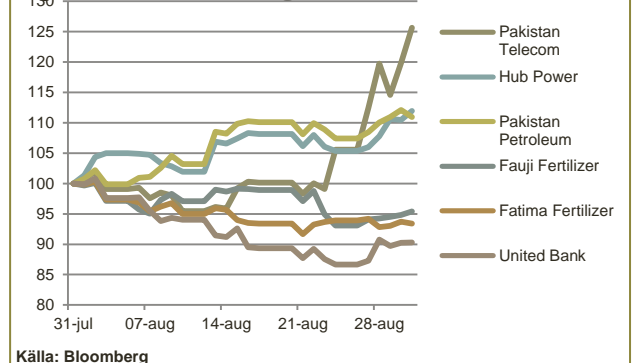
Fonden steg 1,6% (SEK) under augusti vilket var i linje med marknaden.

Diagram 8: Fonden vs marknaden (SEK)



Bästa innehaven (SEK) var Pakistan Telecom (+26%), Hub Power (+12%) och PPL (+10%). Sämsta positioner var United Bank (-10%, dock gick aktien ex-utdelning med ca 3% under månaden), Fatima Fertilizer (-7%) och Fauji Fertilizer (-5%).

Diagram 9: Bäst och sämst augusti (SEK)



Pakistan Telecom steg efter ett nytt förslag där bolaget ska få högre ersättning för samtal från utlandet. Den föreslagna höjningen per minut kan tyckas marginell men bör implementerad innebära en ökad intjäning för bolaget på mellan PKR 2-5/aktie. Det kan jämföras med vinstprognoserna innan förslaget som uppgick till omkring PKR 1,8/aktie och kursen per månadsskiftet som uppgick till PKR 18/aktie. Vi beskrev Pakistan Telecom och varför vi tycker det är ett intressant bolag i månadsbrevet för februari 2012. Kortfattat handlar detta om att bolaget utgörs av två delar. Den traditionella verksamheten, fast telefoni, har negativ tillväxt men goda kassaflöden. Mobiltelefonverksamheten som idag har drygt 20 miljoner abonnenter har byggts upp med hjälp av

## Månadsbrev augusti 2012 - Tundra Pakistanfond

historiska kassaflöden och är nu jämnstor med fasttelefoniverksamheten i form av intäkter. Tillsammans med växande intäkter från bredbandsutbyggnad bör Pakistan Telecom således inom ett par år åter uppvisa en hygglig tillväxt. Med en värdering till motsvarande 3 gånger kassaflödet (innan de nya högre samtalsintäkterna) kan vinstutvecklingen bli lite bättre än vi inledningsvis tänkt oss. Innehavet var per månadsskiftet vårt fjärde största i fonden. Läs mer om Pakistan Telecom i vårt månadsbrev för februari 2012. I övrigt har vi gjort en del ommöbleringar i fonden där vi minskat något i vår exponering mot gödselsektorn för att finansiera ökat ägande i cement och en portfölj av något mindre bolag med inriktning mot privatkonsumtion där vi ser intressanta tillväxtmöjligheter.

### Pakistan på väg in i MSCI Emerging Markets Index?

Mot slutet av månaden återkom diskussionerna kring Pakistans framtida inträde i MSCI Emerging Markets. Detta inför Karachibörsens möte med MSCI i London den 3 september. Kommentarer efter mötet är positiva och den pakistanska delegationen förväntar sig att MSCI nu inleder en formell utredning avseende Pakistans återinträde i MSCI EM där landet återfanns under perioden 1994-2008.

Det finns idag 21 aktiemarknader som ingår i MSCI Emerging Markets. Att vara med är en kvalitetsstämpel och en mall för många utlänningars investeringar på tillväxtmarknader. Enligt EPFR fanns det i slutet av mars 2012 USD 11 mdr fondkapital investerat i gränsmarknader (frontier markets) jämfört med USD 691 mdr i övriga tillväxtmarknader. Hela Karachibörsen har idag ett marknadsvärde på ca USD 41 mdr och en free-float (den andel av börsen som utgörs av aktier som är tillgängliga för handel) utgör någonstans mellan 25-30% (USD 10-12 mdr). Pakistans andel av MSCI EM index lär inledningsvis utgöra max 0,2% (2008 utgjorde Pakistan 0,2% av MSCI EM) men även detta skulle sannolikt innebära betydande inflöden till en idag relativt liten marknad. Enbart en teknisk indexuppviktning torde innebära nettoinflöden på ca USD 1 mdr, eller knappt 10% av nuvarande free float. Än viktigare är dock att en MSCI EM inklusion åter skulle klassificera Pakistan som en "normal" tillväxtmarknad och således ge en stor del av världens investerare anledning att följa aktiemarknaden. Givet den väl fungerande finansiella infrastrukturen och mängden välskötta och lågt värderade bolag tror vi många investerare kommer dra samma slutsatser som Tundra redan dragit. För att Pakistan ska kunna bli inkluderade i MSCI EM måste man till att börja med uppfylla ett antal kvantitativa kriterier:

Minst 3 bolag ska uppfylla samtliga av följande kriterier: Ett börsvärde överstigande USD 898 miljoner: I skrivande stund uppfyller 9 pakistanska bolag detta kriterie. Värdet på den omsättningsbara andelen av aktierna (Det som ej ägs av strategiska ägare, dvs free float) överstigande USD 449 miljoner: I skrivande stund uppfyller 5 bolag detta kriterie. Minst 15% av utestående aktier skall omsättas årligen. Av de 5 bolagen ovan uppfyller samtliga detta.

Tabell 2: Pakistanska bolag som uppfyller kriterier för MSCI EM inklusion (11 sep 2012)

Bolag	Börsvärde (MUSD)	Börsvärde free float (MUSD)	Genomsnittlig årlig omsättning av aktiestocken (ATVR)
Oil & Gas Development Co.	7806	1146	17%
Fauji Fertilizer	1518	835	98%
MCB Bank Limited	1725	690	33%
Pakistan Petroleum	3121	648	40%
Pakistan Oilfields	1042	476	102%

Källa: Bloomberg, KASB Research

Utöver dessa återfinns ett antal krav som är av mer kvalitativ karaktär:

1. *Öppenhet till utländskt ägande ska vara "tydligt"*: Pakistan har idag inga begränsningar för någon industri avseende utländskt ägande.
2. *Att sätta in och ta ut kapital ska vara enkelt*: Det finns inga begränsningar för att sätta in eller ta ut kapital i nuläget. Utlänningar har rätt att ta hem det kapital man så önskar vid varje tidpunkt.
3. *Effektiviteten i handelsstrukturen ska vara "bra och testad"*: Pakistan har en väl fungerande DVP marknad med elektronisk handel. På detta området är landet sannolikt i det övre skiktet av tillväxtmarknadsstandard. Detta var också en av anledningarna till att landet tillbringade drygt 14 år i tillväxtmarknadsindex senast.
4. *Stabiliteten i det politiska ramverket för marknadsreglering ska vara "blygsam/acceptabel"*: Den mest godtyckliga av de olika reglerna och potentiellt den där traditionella fördomar kan spela in. Med undantag för krisen 2008 och det prisgolv som då infördes har vi inte sett eller hört talas om någon plötslig reglering eller ens förslag på reglering som på något sätt skulle kunna destabilisera eller försämra marknadens



## Månadsbrev augusti 2012 - Tundra Pakistanfond

4 forts. funktionssätt. Den väl fungerande aktiemarknaden och den pakistanska finansinspektionens övervakning är snarare något som kontinuerligt lyfts fram som en relativ styrka. Demutualiseringen av börsen där börsen bolagiseras och där nuvarande Kooperation byts ut mot ägande och börsnotering cementerar sannolikt detta steget. Tanken är att 40% skall säljas till en internationell strategisk ägare. Vi tror inte en utvärdering kommer visa på detta området som ett problem. Men sannolikt finns det ändå här ett visst tolkningsutrymme.

### Kan Pakistan få tillbaka sin plats i MSCI EM trots att man förlorade den så sent som 2008?

Pakistan exkluderades från MSCI Emerging Markets efter att man hösten 2008, ställt inför en akut valuareservkras, införde ett prisgolv på aktiemarknaden under 4 månader medan man förhandlade med IMF. Under en period när världen till synes höll på att gå under kunde enbart försäljningar genomföras till lägst föregående dags pris. Vid Tundras möte med Ordförande och VD för Karachibörsen oktober 2011 beskrevs detta som det mest förödande misstaget någonsin i pakistansk kapitalmarknadshistoria. " - Det förstörde 15 års arbete över en natt". Efter att ett avtal med IMF var på plats öppnades börsen. Aktiemarknaden föll till slut inte mer än flertalet utvecklade aktiemarknader men den påtvingade kontrollerade avecklingen av affärer från oroliga utländska investerare innebar att Pakistan i maj 2009 förvisades till MSCI Frontier Markets index istället.

I samband med Asienkrisen 1997-98 genomförde Malaysia en liknande åtgärd hösten 1998. I deras fall infördes restriktioner med handeln i valuta som i princip innebar att utlänningar inte kunde ta hem sina pengar. Malaysia förlorade således sin plats i MSCI EM i november 1998. Däremot välkomnades man tillbaka redan i en utvärdering i slutet av 1999 och inkluderades sedermera i maj 2000. Händelseförloppet från krisen 2008 tror vi således i sig inte är ett hinder för Pakistans återinträde i MSCI EM.

### Slutsatser

Pakistan uppfyller redan idag de kvantitativa reglerna för inklusion i MSCI EM. Tillika har vi svårt att se MSCI stoppa dem baserat på de mer subjektiva, kvalitativa reglerna. Det sista avgörande steget för inklusion är som alltid efterfrågan från större utländska institutioner. Detta är den punkt som är svårast att bedöma. Vi ser hur flera internationella mäklarhus allt mer uppmärksammar Pakistan och det är förstås ett tecken på att det finns en underliggande kundefterfrågan. Hur stor denna efterfrågan behöver vara och om den isåfall är tillräckligt stor är svårt att bedöma. Att döma av KSEs uttalande efter mötet med MSCI den 3 september har dock sannolikheten ökat att MSCI i samband med nästa ordinarie genomgång i slutet av 2012 specifikt tar upp Pakistan som kandidat för inklusion i MSCI EM. Tidigaste datum för inklusion förutsatt att denna bedömning utfaller positivt blir isåfall juni 2013. För oss skulle detta innebära att vårt förväntade händelseförlopp tidigareläggs drygt 1 år vilket förstås vore mycket positivt för marknaden.

Tabell 3: 10 största innehav Tundra Pakistanfond

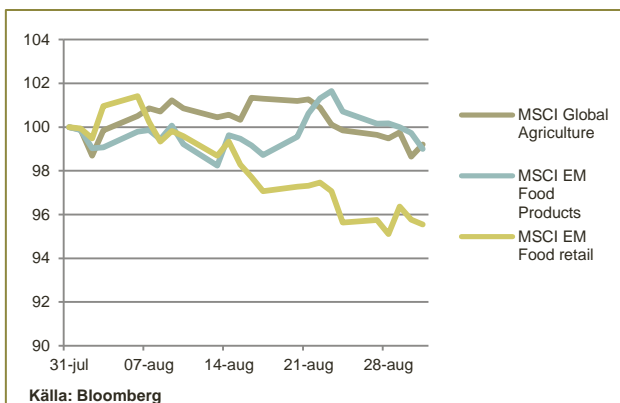
Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E			Dir. avk. (senast mån)	förrändr. 1 (SEK)	Noterings mån (lokal valuta)	Förändr. 1 (lokal valuta)
				FY2011A	FY2012E	FY2013E				
National Bank of Pakistan	8,1%	901	Pakistans näst största bank, fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning.	5,0	4,6	4,3	15,1%	-3,7%	PKR	-1,2%
MCB Bank	6,7%	1813	Pakistans fjärde största bank, högst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%.	8,1	8,2	7,7	6,7%	-3,3%	PKR	-0,8%
OGDC	6,6%	8152	Pakistans största olja- och gasbolag	11,7	8,3	7,6	4,1%	4,3%	PKR	7,0%
Pakistan Telecom	5,6%	720	Pakistans "Telia". Äger även mobilteleoperatören Ufone med 21 miljoner abonnenter.	8,7	9,7	8,1	9,0%	25,6%	PKR	28,9%
Fauji Bin Qasim Fertilizer	4,6%	395	Gödselbolag med produktion av bl a Urea och DAP. Majoritetsägt av Fauji Fertilizer. Billigaste gödselbolaget i nuläget.	3,7	6,7	6,0	33,0%	2,3%	PKR	4,9%
Hub Power	4,3%	610	Pakistans största kraftbolag, hög direktavkastning	10,2	7,6	7,3	12,3%	12,0%	PKR	14,8%
Lucky Cement	4,3%	463	Pakistans största cementbolag. Gynnas av utbyggnad av infrastruktur.	11,4	6,4	5,4	4,5%	5,9%	PKR	8,6%
Pakistan State Oil	4,3%	468	Pakistans ledande petroleumdistributör	4,0	4,9	3,9	1,0%	1,9%	PKR	4,5%
Engro Foods	4,0%	574	Pakistans "Unilever" eller "Wim-Bill-Dann", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag, framförallt förpackad mjölk.	109,2	25,9	17,0	0,0%	-1,3%	PKR	1,3%
National Foods	3,8%	103	Pakistans "Kraft Foods". Ledande matvaruproducent. Brett sortiment. Allt från kryddor till färdiglagad mat	42,1	19,5	15,6	0,9%	-0,7%	PKR	1,8%

## Månadsbrev augusti 2012 - Tundra Agri & Food

### Marknaden

MSCI Emerging Markets Food Retail Index (SEK) sjönk 4,5% under månaden medan MSCI Emerging Markets Food Products Index sjönk 1,0% (SEK) och MSCI Global Agriculture Index sjönk 0,8%. Svenska kronan stärktes 2,8% mot USD under månaden vilket åter tyngde utvecklingen i SEK då många bolag är noterade i USD och flera andra valutor, speciellt asiatiska, har en tendens att på kort sikt röra sig som amerikanska dollarn.

Diagram 10: Marknadsutveckling juli (SEK)



Vi skrev ett längre avsnitt om bakgrunden till de höga priserna på mjuka råvaror i förra månads nyhetsbrev. USA har sin värsta torka sedan 1956. Samtidigt som USA har en av de sämsta skördarna på flera år så har exempelvis Kanada och Sverige rekordskörd. Skörden i Sverige är i volym 16% större än 2011, delvis tack vare bra skörd men också för att fler kreatursbönder växlar över till spannmålsproduktion pga den svenska ökade efterfrågan på importerat kött.

Arealmässigt drevs spannmålsproduktion på hela 3,8 miljoner hektar 1919 jämfört med 2,6 miljoner hektar 2011. Avkastningsökningen per hektar under 100 år har ändå lett fram till en rekordskörd. Torkan i USA synliggör problematiken att lagren på mjuka råvaror är låga med historiska mått mätt. Priserna kommer att behöva vara höga under en längre tid för att jordbruksproducenter ska investera tillräckligt för att lagren ska kunna återställas till historiska nivåer. Utan högre lagernivåer kommer priserna vara mycket volatila.

Under augusti har priserna på vete, soja och majs slutat att stiga och mest flyttat sig sidledes eller svagt ned.

Diagram 11: Prisutveckling majs, soja och vete



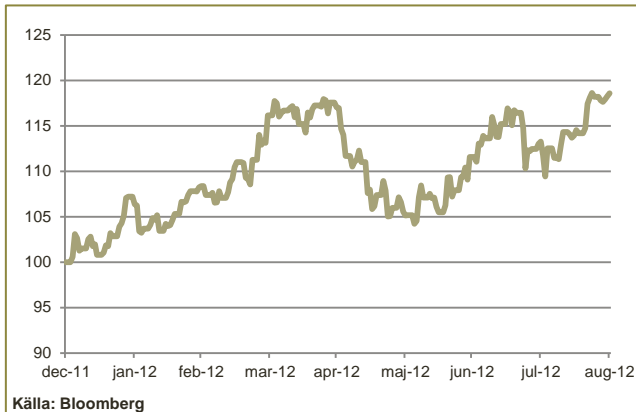
Utbud- och efterfrågesituationen för framförallt majs är fortsatt mycket ansträngd i USA. Det amerikanska jordbruksdepartementet, USDA, har ganska optimistiska prognoser för hur efterfrågan på majs ska falla pga prisökningarna. En stor del av majs efterfrågan är inte så priskänslig varför lagernivåerna under hösten kan bli mycket låga och det kan komma ytterligare högre spotpriser i USA än de vi såg i juli och början av augusti. Såväl utfordring av djur i USA som etanolproduktion i USA ökar enligt de senaste rapporterna tvärtemot USDAs prognoser för hösten. Importökningen av brasiliansk etanol framför amerikansk majsproducerad etanol går långsamt. Energieffektiviteten för att framställa etanol av sockerrör är dubbelt så hög som för majs. Vi har diskuterat frågan om ökad export av etanol till USA med latinamerikanska producenter och licensförandet för att få certifikat för "hållbarhetsproduktion" tar tid. Utan certifikat är det omöjligt att sälja etanol på export till USA. Vi följer fortsatt USDAs prognoser under hösten, men risken är att de är för optimistiska kring hur lagren av majs utvecklas.

Om det skulle närma sig bristsituation på majs så kommer detta få effekt även på vetepiset och andra spannmålspriser. Exporten av majs från USA minskar kraftigt, det är den enda synbara effekten ännu så länge på det höga majspriset. Förra året exporterade USA 41 miljoner ton majs. De största importörerna var Japan, Mexiko, Sydkorea och Taiwan som tillsammans importerade 39,7 miljoner ton. Resultatet av minskad amerikansk export kommer få synbar effekt på det globala priset på majs. För vetemarknaden är den stora frågan om Ryssland kommer introducera exportbegränsningar eller ej. Under augusti reviderades prognosen för den ryska skörden ned för femte gången i ordningen. Nu från en total spannmålsskörd på 70 miljoner ton från tidigare prognos på 75 miljoner ton.

## Månadsbrev augusti 2012 - Tundra Agri & Food

Veteskörden väntas minska med 32% jämfört med 2011. Intressant är att även priset på andra grödor stiger. Raps som föll tillbaka i andra halvan av juli och början av augusti är åter uppe på högsta nivåer för året.

Diagram 12: Prisutveckling raps (USD)



Vi har fått frågor från kunder varför inte gödselaktier utvecklas bättre än de gör när priserna på mjuka varor är så höga. Frågan är helt klart relevant. Korrelationen mellan mjuka råvaror och gödselpriser är hög med historiska mått. För närvarande gäller dock ej historiska samband. Priserna på kvävemarknaden som är den mest fragmenterade och mest likvida marknaden av de tre stora gödselämnena har varit fallande. Urea som är ett kvävederivat har fallit nästan 30% sedan de högsta nivåerna i april.

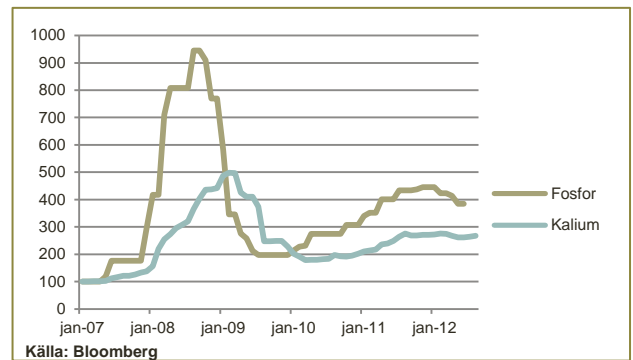
Diagram 13: Prisutveckling Urea (Yuzhny, USD)



Bakgrunden är att den kinesiska exporten som stod stilla en stor del av året har kommit igång samtidigt som ny kapacitet i mellanöstern har nått marknaden. Detta i kombination med att ureapriset säsongsmässigt är lågt nu då de stora inköparna i den norra hemisfären säsongsmässigt har lägre efterfrågan. De mindre likvida gödselämnena fosfor och kalium har även de

uppvisat vikande priser. Prissituationen har varit så osöker att de två största producenterna av kalium, Uralkali i Ryssland och Potash Corp i Kanada har dragit ned sin produktion för att stabilisera spotpriserna inför förhandlingar av långa avtal med Kina och Indien.

Diagram 14: Prisutveckling fosfor och kalium (USD)

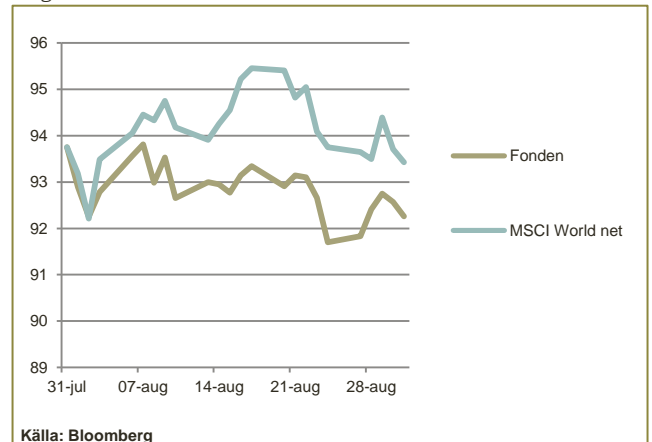


En slutsats av att gödselpriserna inte är starkare jämfört med åren 2007-08. Är att dagens prisuppgång på mjuka råvaror främst är en utbudsschock snarare än driven av stark efterfrågan. Det skulle därmed finnas förväntningar om att dagens höga priser på mjuka råvaror ska falla tillbaka så snart utbudet är återställt. Detta kan vara en förklaring till varför sambandet från tidigare är inte gäller denna gång. Men ju längre tid priserna är höga desto mer gödsel kommer världens bönder att använda och därmed driva upp efterfrågan på gödsel och i slutändan gödselpriserna.

### Fonden

Tundra Agri & Food sjönk 1,6% (SEK) i augusti jämfört med MSCI World (SEK) som sjönk 0,3% och MSCI Emerging Markets (SEK) som sjönk 3,1% under samma period.

Diagram 15: Fonden vs marknaden (SEK)

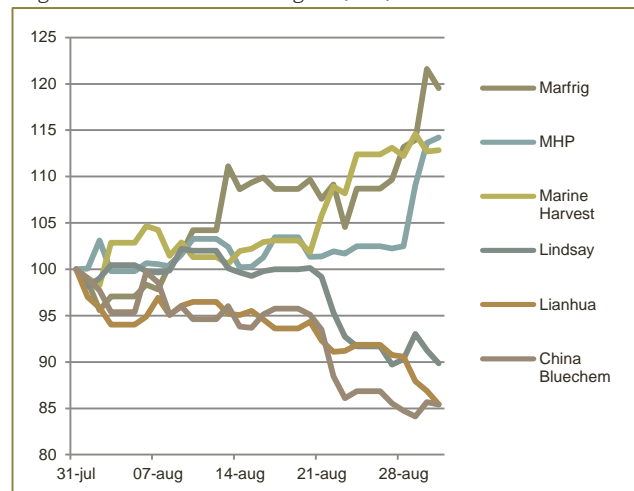


## Månadsbrev augusti 2012 - Tundra Agri & Food

Vid månadens slut ägde fonden 38 aktier från 15 länder. Ryssland (25%) Kina (17%) och Brasilien (17%) är de tre länder fonden har störst exponering mot. Bäst utveckling i SEK under månaden uppvisade Marfrig (+20%), MHP (+14%), Marine Harvest (+13%) och Almarai (+9%). Sämst utveckling uppvisade China Bluechem (Kina) (-15%) Lianhua (Kina) (-15%), Lindsay (-10%), Uralkali (-10%) och Sinofert (Kina) (-8%).

Under augusti var den kinesiska aktiemarknaden återigen svag. Vi noterade de lägsta nivåerna på över 3,5 år. Denna generella nedgång i den kinesiska aktiemarknaden drabbade mat/gödselrelaterade bolag i än större grad varför de kinesiska exponeringarna i fonden som helhet drog ned månadens avkastning.

Diagram 16: Bäst och sämst augusti (SEK)



Tabell 4: 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 (SEK)	Noteringsmån (lokal valuta)	förändr. 1 mån (lokal valuta)
					FY2011A	FY2012E	FY2013E				
Indofood	Indonesien	4,8%	4 953	Störst på vidareförädlad mat i Indonesien	14,8	13,7	12,2	3,2%	-4,2%	IDR	0,0%
Almarai	Saudiarabien	4,4%	7 678	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.	23,2	19,6	16,5	1,8%	6,2%	SAR	9,1%
Brasil Foods	Brasilien	4,2%	14 056	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojabönor och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien	neg	183,1	82,2	0,4%	9,2%	USD	12,0%
Black Earth Farming	Ryssland	4,2%	255	Jordbruksföretag, en av världens största markägare	neg	52,1	8,2	0,0%	3,8%	SEK	3,8%
Adeco Agro	Argentina	4,1%	1 228	En av världens största privata markägare. Verksamma i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.	21,4	22,5	14,3	0,0%	-2,7%	USD	-0,2%
JBS	Brasilien	4,0%	8 421	Världens största producent av nötkött. Finns i alla världsdelar utom Afrika. Även betydande kyckling och fläskproducent.	140,7	15,5	11,0	0,4%	5,7%	BRL	7,6%
Phosagro	Ryssland	3,5%	4 814	En av världens största fosfatproducenter	6,8	7,7	7,6	3,1%	1,2%	USD	3,8%
Cosan	Brasilien	3,4%	2 429	Kallar sig "världens största bolag för förnyelsebar energi" Bla. En av världens största producenter av etanol och socker.	26,2	5,0	9,0	2,1%	6,9%	USD	9,7%
China Bluechem	Kina	3,4%	1 021	Ett av Kinas största gödselbolag	neg	9,9	9,0	3,6%	-14,6%	HKD	-12,4%
Migros	Turkiet	3,3%	1 866	Turkiets största livsmedelsdetaljist	neg	25,0	21,8	0,0%	-4,4%	TRY	-0,5%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder