

# TUNDRA FONDER

## Resedagbok Pakistan

Karachi/Lahore/Sahiwal

November 2012



## Resedagbok – Pakistan november 2012

### Inledning

Så var det äntligen dags för ytterligare en resa till ett av Tundras absoluta favoritländer. En stor del av vårt arbete läggs framför ett skrivbord. Dagligen får vi marknadsrapporter och analyser från de i våra ögon bästa analytikerna i Pakistan i nuläget. Tundra Pakistanfond är idag en av de största utländska aktieägarna i Pakistan och av naturliga skäl en av de aktörer som mest regelbundet agerar på börsen. Vi är ett av de första samtalen för de flesta av de ledande mäklarhusen i Pakistan idag.

Arbetet vid skrivbordet är vår vardag. De kontaktpersoner vi valt ut är våra ögon på daglig basis. Vad händer på gatorna? Vad är de senaste ryktena? Vi får oerhört god service och högkvalitativ information. Ett antal gånger varje år behöver vi dock ge oss iväg för att på egen hand samla in intryck. Det handlar mindre om svar på frågor. Det kan vi få ändå. Det handlar mer om att få en känsla för stämning. Ögonkontakt med företagsledningarna kan ibland ge så mycket mer information än tio epostmeddelanden prydligt besvarade. Är det verkligen så att problemen med loadshedding (planerade avstängningar av elektricitetstillgången) blivit mindre? Därtill. Hur är aktiviteten på gatorna? Nya butiker? Vem handlar där? Hur ser det ut på hyllorna i butikerna? Hur är prisrelationen mellan importerade och lokalt producerade varor? Varför är Omores (Engro Foods) glassvagn placerad bakom kassadisen medan Walz (Unilever) är placerad framför? Hur många gånger stannar hissen på väg upp till tjugotredje våningen jämfört med sist vi åkte? Nu är vi övertygliga men vi hoppas att poängen framgår. Med mångårig erfarenhet av att arbeta med lokala mäklarhus och välja ut vem man ska lyssna på respektive inte lyssna på och varje persons informationsvärde (indikator eller kontraindikator) kommer man långt. Med en regelbundenhet behöver vi dock samla in helt egna intryck för att säkerställa att vi har en uppdaterad känsla för vad som pågår i Pakistan.

När Tundra startades angav vi en målsättning att arbeta med en öppen kommunikation gentemot våra andelsägare. Varje månad publicerar vi därför två månadsbrev. En mycket kort summering för respektive fond i omedelbar anslutning till månadsskifte och ett längre integrerat månadsbrev för de som vill veta mer. Detta är ett långsiktigt arbete. Vår målsättning är att kontinuerligt försöka förklara såväl anledningen till att våra fonder rör sig som de gör samt ge en aktuell bild av riskerna för den närmaste tiden.

En fond skall inte vara en "svart låda" där resultatet ibland blir bra och ibland dåligt men utan att man egentligen förstår varför. Förståelse för vad som driver våra marknader och genomlysning av vilka av våra positioner som var anledningen till en riktigt usel eller en riktigt bra månad tror vi är viktigt. Ökad förståelse för vad som händer i den fond man investerat i innebär att man som andelsägare har bättre möjligheter att ta ett rationellt beslut. Särskilt viktigt är denna information på marknader som är mindre kända för flertalet investerare.

Som ett led i vår målsättning om ökad genomlysning tänkte vi därför denna månad publicera en liten resedagbok från vår senaste resa till Pakistan. Största delen av innehållet består av bilder. Som vi beskrev för de företag vi träffade: "De flesta svenskar har inte sett en pakistansk företagsledare". Det är vår förhoppning att ni ska få ytterligare en inblick i en del av vårt arbete och få i alla fall en glimt av det vi ser när vi är på plats.

Trevlig läsning!



## Resedagbok – Pakistan november 2012

### Söndag 11 november

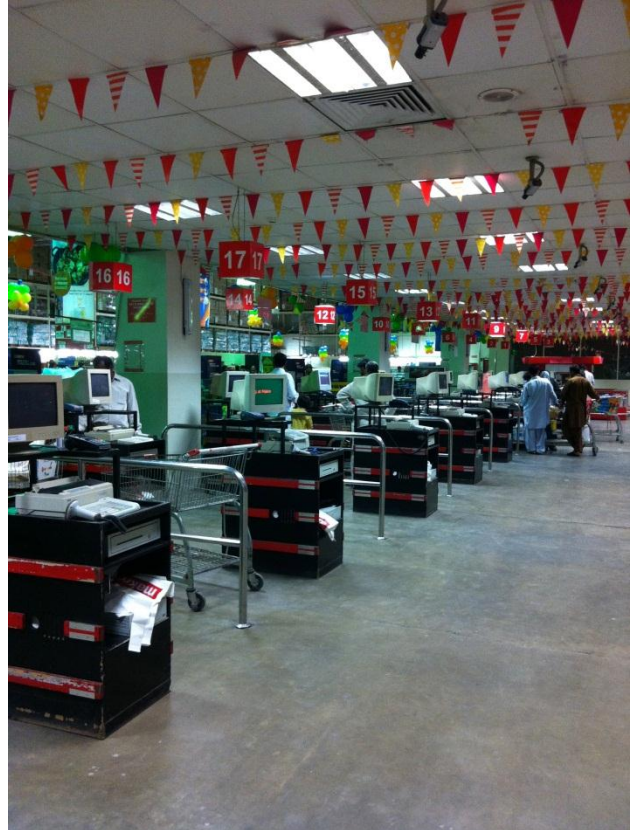
Undertecknad anlände kl 4.45 lokal tid till Karachi. Ett par timmars sömn följdes av möten med ett antal av de analyshus vi har daglig kontakt med. Den egentliga enda chansen på g a välfyllt schema i övrigt.



Varför en bild på en club sandwich? En av våra favoritindikatorer på att vi är tidigt ute är prisnivåerna på hotellen. Bara för att ge en bakgrund. Oavsett prisnivå i ett land är normalt de internationella lyxhotellen en egen värld med ungefär enhetliga priser världen över. På Sheraton Karachi kostar en club sandwich dock endast ca 35 kr. Vår tolkning är att detta beror på att en överväldigande majoritet av gästerna idag är inhemska och inte skulle acceptera överpriser. Som kuriosita kan också nämnas att det pris er förvaltare betalar för att bo på ett av de bästa hotellen i Karachi ligger på strax under 700 kronor natten, omkring 1/3-1/4 av internationella genomsnittet.

Den vaksamma läsaren noterar även Mitchellsflaskan. Mitchells Fruit Farms (börsvärde USD 17 miljoner, P/E 23) är ett av Pakistans äldsta varumärken. Utöver ketchup är de framförallt kända för sina sylter och marmelader. Inom just segmentet ketchup är de idag en av de 5 största aktörerna..

Under kvällen passade vi på att besöka en lokal stormarknad, stormarknadskedjan Makro (nyligen gått samman med Metro Cash & Carry), där Tundra Pakistanfond är delägare genom innehavet i Thal. Thal äger 25% av den operativa verksamheten samt 60% av det fastighetsbolag som huserar stormarknadskedjan.



Det sammanslagna bolaget Metro Habib Cash & Carry driver idag 9 stormarknader i Pakistan. Med detta är man mer än dubbelt så stora som nummer två, Hyperstar (Carrefour). Huvudägare i Metro Habib är tyska Metro Cash & Carry. På vägen hem gick vi även inom en mindre lokal Batabutik. Bata Pakistan säljer årligen 23 miljoner skor och är det mest välkända skomärket i Pakistan. Passade på att köpa ett par sandaler till lillkillen (35 kronor).



## Resedagbok – Pakistan november 2012

### Karachi, måndag 12 november

Vi inledde måndagen med ett möte med ledningen för en mindre bank – KASB Bank, främst för att få en bild av hur det stora antalet mindre banker idag klarar sig. Ett fåtal av dessa kommer växa till större bolag. Många kommer konsolideras. En del kommer försvinna. KASB har en stolt historia som bl a ett av de ledande mäklarhusen och har idag också bl a en av de största internetmäklarna (7000 aktiva sparare i onlineverksamheten).



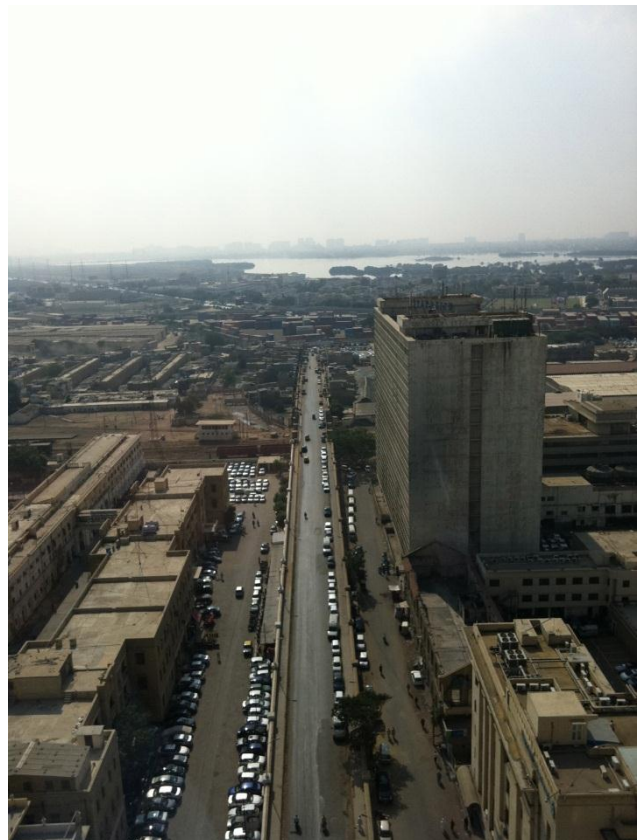
Passande nog träffade vi direkt därefter Pakistans största bank – Habib Bank. Vårt huvudsyfte var framförallt att få ett intryck av hur den nuvarande ledningen presenterar sig för investerare samt vad man avser göra för att öka intresset för sin aktie. Trots överlägsen storlek i kundinsättningar, historiskt hög och framförallt stabil avkastning på eget kapital värderas man betydligt lägre än konkurrenterna MCB Bank och United Bank. Vi tror detta delvis handlar om bolagets kommunikation gentemot investerare. Vi upplever att det finns en förståelse för vår frågeställning och ett intresse av att förändra. Med bättre likviditet och en mer "säljande" ledning anser vi Habib Bank kan vara en framtida favorit bland utländska investerare.



Tillsammans med CFO Mr Ayaz Ahmed.



Att ta sig fram och tillbaka i Pakistans största stad Karachi (20 miljoner invånare) dagtid med bil är smidigt. Bolagens kontor ligger relativt samlade vilket innebär att möten kan bokas tätt. Trafiken är tät. Det krävs en del mod och en högljudd tuta för att ta sig fram men vi har sett betydligt värre på många ställen runt om i världen. Inte minst Moskva där en felaktig sväng kan omintetgöra en dags möten.



Utsikt från hissen upp till Habib Banks kontor

## Resedagbok – Pakistan november 2012

Från Habib Bank gav vi oss vidare för att besöka ett bolag vi faktiskt inte träffat tidigare, National Foods. Ett av våra hittills mer framgångsrika innehav täcks inte av något av de större mäklarhusen men fastnade lite tursamt i vår screening av de större bolagen med inriktning mot privatkonsumtion. National Foods är Pakistans ledande matvaruföretag inom paketerade kryddor och kryddblandningar, ketchup och såser. Uttalad målsättning att omsätta 50 mdr rupees 2020. Det kräver 27% årlig tillväxt de kommande 8 åren. Denna typ av möten är oftast de mest spännande. Ingen analytiker (som vi känner) har träffat dem. Ett möte med bolagets grundare kombinerades med ett fabriksbesök i deras mindre ursprungliga anläggning i de något hårdare kvarteren i Karachi. Som de flesta företag omgärdades fabriken av rigorös säkerhet. Fabriksgrinden öppnades till slut.



Mötet utvecklades till ett av våra bästa under resan. Med stor trovärdighet förklarade bolaget sin historiska framgång, nuvarande marknadsposition samt det arbete man vidtar för att uppnå de uppsatta tillväxtmålen.



Samtal med representant för ägarfamiljen Mr Zahid Majeed

Sederma fick vi en guddad tur där chefer för respektive avdelning, från laboratoriechef till fabrikschef, fick visa hur det dagliga arbetet sköts.



En ny currypasta ser dagens ljus i ett av bolagets testkök.



På väg ut till fabriken. Genomgående tillåts ej fotografier inne i fabriker p g a säkerhetsrisker.

## Resedagbok – Pakistan november 2012

Vidare till möte med en av Pakistans mest förmögna och välkända affärsmän, Mr Tabba, son till en av Yunusbröderna som grundade Luckygruppen. Gruppens flaggskepp är idag Lucky Cement där Tundra är aktieägare och Mr Tabba VD. Lucky Cement är Pakistans största cementbolag med installerad kapacitet om 7,7 miljoner ton. Långsiktigt tror vi på cementsektorn som en exponering mot framtida utbyggnad av infrastruktur, bl a vattenkraftprojekt. På kort sikt var det intressant att dela Mr Tabbas syn på energisituationen men även hans insikter inför parlamentsvalet. Vi diskuterade även Thar coal projektet. Pakistan har idag en av världens största kolreserver belägen i sydöstra Pakistan. Kolet är dock av sämre kvalitet, bl a svavelinnehåll och fukt. Det innebär att det är relativt kostsamt att utvinna (omkring USD 60-70/ton). Luckygruppen har figurerat i rubrikerna som en samarbetspartner för flera kolprojekt som är på gång att komma i kommersiell produktion. Mr Tabbas menade att deras planer för tillfället är lagda på is givet förväntningar om en längre period med relativt låga kolpriser (idag USD 80/ton importkostnad). Låga kolpriser och god balans mellan utbud och efterfrågan innebär att vinstutvecklingen för cementsektorn ser stark ut även i det korta perspektivet.



Samtal om Pakistans cementindustri, energipolitik och förväntningar inför parlamentsvalet.



Sista kvällen i Karachi beställdes en öl upp på hotellrummet. Det serveras ingen alkohol på restauranger och alkoholhaltiga drycker kan endast införskaffas på ett sjuttioal platser runt om i landet. När man bor på hotell kan man som utlänning dock beställa upp t ex en öl till rummet. Murree Brewery är Pakistans enda licensierade bryggeri och tillika landets äldsta bolag (egen utsago). Bolaget grundades 1860. Bolaget riktar sig mot Pakistans icke-muslimska befolkning, dvs ca 5% eller 9 miljoner invånare. "Ett Sverige" skulle man kunna säga. Tidigare var det exportförbud på alkoholhaltiga drycker men detta är nu på väg att avskaffas. Det öppnar upp exportmöjligheter för Murree. Bl a Indien och Storbritannien är tänkta destinationer. Utöver omkring 400 miljoner liter av alkoholhaltiga drycker såsom öl, whisky, likörer är bolaget även en av de största mineralvatten- och läskproducenterna. Ett intressant segment där idag endast ett fåtal aktörer är verksamma. Bolaget har ett börsvärde på omkring USD 32 miljoner och värderas till omkring 5 gånger årsvinsten. Under slutet av 70-talet, under Zia Ul-Haq's tid, stängdes bryggeriet ned. Två år senare fastställde domstolen att nedstängningen innebar diskriminering av Pakistans minoriteter och produktionen återupptogs.

## Resedagbok – Pakistan november 2012

Tisdag 13 november, Lahore/Sahiwal

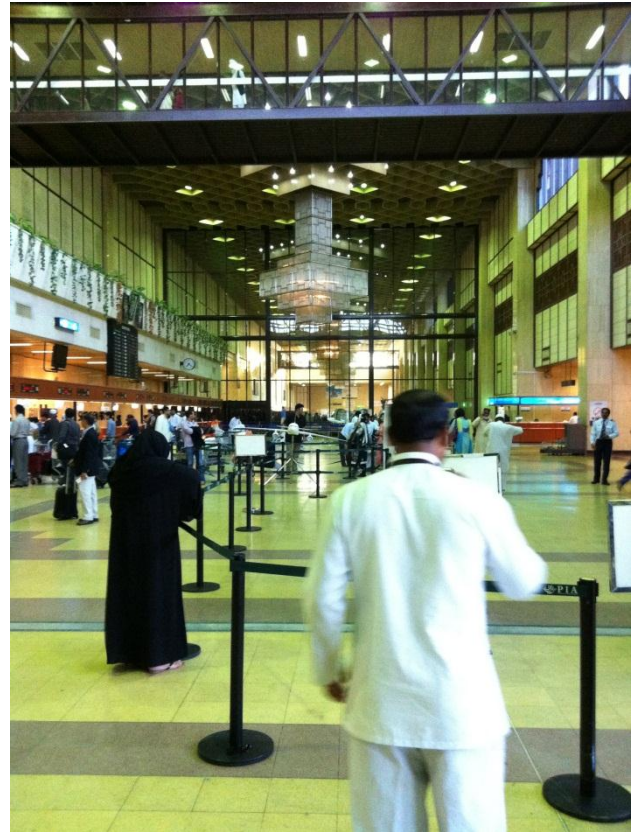
Vi tar 8-planet med Pakistan International Airlines (PIA) till Lahore. Endast 15 minuters bilfärd från vårt hotell. Mycket smidigt och inga köer till incheckningen.



Jinnah International Airport (Karachi) i bakgrunden.



På samma sätt som i Mellanöstern är avgångs- och ankomstskyltar tvåspråkiga. I detta fallet växlar skyltarna ca var 10e sekund mellan urdu och engelska.



Inrikesterminalen i Karachi är oftast lugn. Betydligt högre aktivitet i utrikesterminalen. Pakistanier gillar (som svenskar) att vara i tid och har med sig imponerande mängder bagage. Köerna tenderar att bli långa.



Allama Iqbal flygplatsen (Lahore) i bakgrunden.

## Resedagbok – november 2012

Undertecknad som sällan reser med incheckat bagage ser roat på när mina värdar väntar vid bagagebandet. På ett stort antal pilgrimsresenärer blir väntetiden lång. När det väl kommit möter vi upp Engro Foods finanschef, Mr Zaid Zeeshan, och sätter oss i en bil för en fyratimmarsresa ut till Engro Foods mjölk- och glassfabrik i Sahiwal, 18 mil söder om Lahore. På vägen hinner vi avhandla den senaste tidens rykten om att saudiarabiska Almarai slutligen fått köpa in sig i Engro Foods (lite väl tydligt förnekande i vår mening). Som så många av de större vägarna i Pakistan är underlaget mycket bra. Den låga farten på motorvägarna beror inte på dåliga vägar utan den varierande hastigheten hos de fordon som trafikerar den. Inklusivt häst- och åsnedragna vagnar. Kontrasterna är, som vanligt med Pakistan, fascinerande. Halvvägs ut noterar vi en karavan med oljetankers, säkert 200 meter lång, på väg att lasta av eldningsolja till ett av de lokala kraftverken. För övrigt slås man som vanligt av grönskan som omger Lahore. Att vi befinner oss i hjärtat av Pakistans jordbrukssektor är uppenbart. Mil efter mil av åkermark. Vår värd, Zaid, som en gång i tiden studerade i USA berättar roat om hur förvånade hans collegiekamrater blev när han berättade hur grön Punjabregionen var. "De hade framför sig en bild av öken och berg".





## Resedagbok – november 2012

Väl framme i Sahiwal tar vi avfarten till Engro Foods fabrik, väl utskyltad.



Efter sedvanlig rigorös säkerhetskontroll släpps vi in genom portarna till ett område som med ögonmått tycks utgöra i alla fall 9-10 kvadratkilometer.



I bakgrunden syns själva huvudfabriken. Fyra stora silos kan vardera ta emot 200 000 liter. Strax till vänster om silon längst till vänster skymtar tre nya fundament. Här ska ytterligare tre silos anläggas.

Nästan all mjölk i Pakistan idag säljs som sk UHT-mjölk. Detta innebär att mjölken efter att den pastöriserats (värms upp till ca 70 grader under 20-30 minuter) hettas upp till 130 grader varmt under några sekunder. På detta sätt behöver mjölken sedermera inte förvaras kallt och får längre hållbarhet. I Pakistan har flertalet invånare ännu ej kylskåp. Endast 5% av all mjölk säljs idag i förpackat format. UHT-mjölk är idag det mest praktiska alternativet under övergångsfasen från lös mjölk till paketerad mjölk. Även pastöriserad mjölk finns idag i de flesta välsorterade livsmedelsbutiker. Det senaste halvårets elektricitetsbrist har inneburit att Engro Foods glassproduktion stått i princip stilla. De flesta butiker har en kyl- och frysdisk men mindre butiker har inte råd att ha eget reservaggregat. Det blir därför ohållbart att tillhandahålla frysta produkter.



Engro Foods kontor vid fabriken i Sahiwal.

Efter lunch tog chefen för mjölkinsamling, Mr Zahid, Mahmut, oss med i sin bil. I företrädesvis Punjabregionen har Engro Foods idag 1 300 mjölkinsamlingsställen, små "butiker" med en kyld tank och laboratorieutrustning, där lokala mjölkbönder kommer med sin mjölk dagligen. 80% av all mjölkproduktion kommer idag från bönder med 2-5 djur. För att lösa logistiken har ledande mejeriproducenter, där Engro Foods och Nestlé är de största, installerat mjölkinsamlingsenheter i flertalet av byarna i regionen. Bonden kommer med ibland så lite som 3-4 liter mjölk i ett kärl. Mjölken testas för mjölkfetter (så den inte är utspädd) och ett antal tester för att säkerställa kvaliteten genomförs innan mjölken tillåts hällas i den installerade tanken på normalt 1 000 liter. Bonden får i nuläget någonstans mellan PKR 30-40 per liter (2-3 kronor). Mjölkning sker normalt två gånger per dag. Efter den andra mjölkningen

## Resedagbok – Pakistan november 2012

kommer Engro Foods mjölkbil framåt kvällen. Ytterligare tester genomförs innan dagens last tankas upp i lastbilen. Mjölken tas sedan till större uppsamlingscenter. Ytterligare tester genomförs innan större tankbilar transporterar mjölken till Engro Foods fabrik. Även där genomförs ytterligare tester varefter mjölken pumpas upp i förvaringssilos och därefter går in i produktionen.



I förgrunden en mjölktank (normalt 800-1000 liter). Dagligen kommer till denna insamlingsplats ett hundratal mjölkbönder två gånger om dagen med den mjölk man vill sälja. Engro Foods har 1300 sådana insamlingsplatser, flertalet i Punjabregionen. En bonde säljer ofta så lite som 2-3 liter mjölk per dag. Dagligen köper Engro Foods närmare 1 miljon liter mjölk.



Engro Foods har utvecklat ett system där varje bonde får ett kort (typ ett kreditkort). Mängden såld mjölk registreras när bonden drar sitt kort i maskinen. Datan skickas direkt till produktionsanläggningarna som därmed har kontroll på mängden köpt mjölk i realtid. Bonden får ett kvitto med mängden mjölk levererad samt den betalning han har rätt att erhålla. Veckovis tas dessa kvitton till banken för betalning. Innan företag som Engro Foods, Nestlé och liknande fanns konsumerades den mjölk familjen behövde och resten fick oftast hållas ut. En ny viktig intäktskälla för små bönder har uppstått.



Laborrietesterna på plats förklaras. Det viktigaste säljargumentet för paketerad mjölk är hälsoaspekter.



På väggarna finns skötselråd för bönderna. Hur man ska hålla sina djur friska, vikten av rätt foder etc. Konkurrenterna om mjölken är hård. Konkurrenterna finns oftast kring hörnet. För att öka kundlojalitet en tillhandahåller Engro Foods veterinärer som dagligen finns tillgängliga för mjölkbönderna i det fall deras djur blir sjuka.



I varje by har Engro Foods lokala representanter, som känner byinvånarna och agerar "agenter" för bolagets räkning. Det stora inträdeshindret för mjölkproducenter är mjölkinsamlingen.

## Resedagbok – Pakistan november 2012



Ganska representativ storlek på pakistansk mjölkfarm. När de ej är på bete huserar djuren oftast på gården framför huset.



En något större mjölkfarm.



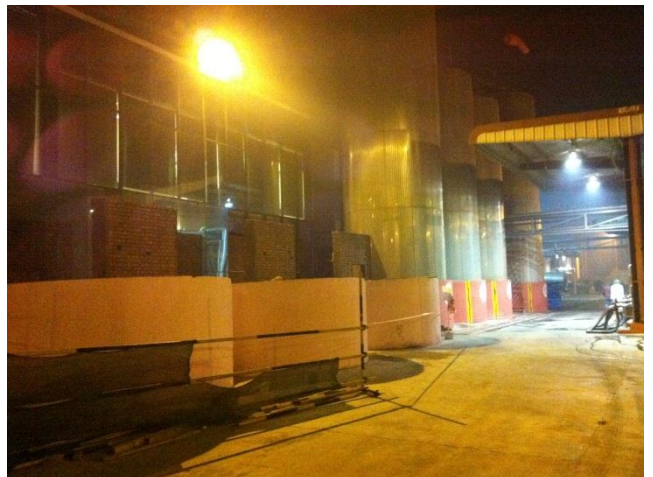
Mjölkbonden förklarar hur han lyckats växa från 5 mjölkkor/bufflar till 10 genom de ökade intäkter mjölkförsäljningen inneburit. För 5 år sedan hälldes den mjölk familjen inte konsumerade ut.



Från 1300 uppsamlingscenter går mjölken vidare till ett 30 tal av bolagets egna anläggningar. Ytterligare tester genomförs varefter stora tankbilar transporterar mjölken till fabriken i Sahiwal.



Presentation av logistiken bakom Engro Foods mjölkinsamling.



Skolexempel på hur man trovärdigt förklarar framtida tillväxt – I bakgrunden syns 4 mjölksilos med totalt 800 000 liter kapacitet. I förgrunden syns fundamenten på nästa tre silos. På detta sätt ökar fabriken kapacitet till 1,4 miljoner liter per dag inom 1 år. Pastöriseringen och UHT-hantering har redan idag kapacitet att hantera 1,4 miljoner liter per dag.

## Resedagbok – Pakistan november 2012

### Lahore 14 november 2012

Vi inleder dagen med ett mycket spännande möte. Lahorebaserade Shezan tar emot oss. Vi har inte träffat bolaget tidigare utan fått utgå i vår analys från årsredovisningar och lokala kontakter. Vi har haft tur. Aktien steg 71% under oktober månad. Återstår att se om bolaget lever upp till våra förväntningar. Liknande möte som med National Foods. Ordförande och huvudägare Mr Muneer Shahnawaz tar emot oss tillsammans med Finanschef Mr Faisal Ahmad Nisar. Mr Shahnawaz är en fascinerande människa. Berest och belevad och samtidigt "gatusmart". Bra kombination hos företagsledning. Vi diskuterar praktiska prissättningar, hur 1 rupee per flaska kan påverka försäljningen. 25% av Shezans kostnader utgörs av socker. Höga skördar och således låga sockerpriser bådär för ytterligare en period av marginalförbättringar. Vi gillar Shezans produktpaketering. Stora investeringar har tagits för att modernisera utseendet och (vår tolkning) locka till sig ungdomarna. Coolt pakistanskt märke. När övertilltron till utländska produkters kvalitet så småningom minskar har Shezan en god chans att bli en vinnare. Bolaget är redan idag bland marknadsledarna inom juice, ketchup och sylt.



Tillsammans med huvudägare och ordförande Mr Shahnawaz

McDonald's	
French Cheese Meal	1200
French Cheese Meal (Small)	1000
French Cheese Meal (Large)	1400
French Cheese Meal (Family)	1800
French Cheese Meal (Big Mac)	2200
French Cheese Meal (Big Mac)	2600
French Cheese Meal (Big Mac)	3000
French Cheese Meal (Big Mac)	3400
French Cheese Meal (Big Mac)	3800
French Cheese Meal (Big Mac)	4200
French Cheese Meal (Big Mac)	4600
French Cheese Meal (Big Mac)	5000
French Cheese Meal (Big Mac)	5400
French Cheese Meal (Big Mac)	5800
French Cheese Meal (Big Mac)	6200
French Cheese Meal (Big Mac)	6600
French Cheese Meal (Big Mac)	7000
French Cheese Meal (Big Mac)	7400
French Cheese Meal (Big Mac)	7800
French Cheese Meal (Big Mac)	8200
French Cheese Meal (Big Mac)	8600
French Cheese Meal (Big Mac)	9000
French Cheese Meal (Big Mac)	9400
French Cheese Meal (Big Mac)	9800
French Cheese Meal (Big Mac)	10200
French Cheese Meal (Big Mac)	10600
French Cheese Meal (Big Mac)	11000
French Cheese Meal (Big Mac)	11400
French Cheese Meal (Big Mac)	11800
French Cheese Meal (Big Mac)	12200
French Cheese Meal (Big Mac)	12600
French Cheese Meal (Big Mac)	13000
French Cheese Meal (Big Mac)	13400
French Cheese Meal (Big Mac)	13800
French Cheese Meal (Big Mac)	14200
French Cheese Meal (Big Mac)	14600
French Cheese Meal (Big Mac)	15000
French Cheese Meal (Big Mac)	15400
French Cheese Meal (Big Mac)	15800
French Cheese Meal (Big Mac)	16200
French Cheese Meal (Big Mac)	16600
French Cheese Meal (Big Mac)	17000
French Cheese Meal (Big Mac)	17400
French Cheese Meal (Big Mac)	17800
French Cheese Meal (Big Mac)	18200
French Cheese Meal (Big Mac)	18600
French Cheese Meal (Big Mac)	19000
French Cheese Meal (Big Mac)	19400
French Cheese Meal (Big Mac)	19800
French Cheese Meal (Big Mac)	20200
French Cheese Meal (Big Mac)	20600
French Cheese Meal (Big Mac)	21000
French Cheese Meal (Big Mac)	21400
French Cheese Meal (Big Mac)	21800
French Cheese Meal (Big Mac)	22200
French Cheese Meal (Big Mac)	22600
French Cheese Meal (Big Mac)	23000
French Cheese Meal (Big Mac)	23400
French Cheese Meal (Big Mac)	23800
French Cheese Meal (Big Mac)	24200
French Cheese Meal (Big Mac)	24600
French Cheese Meal (Big Mac)	25000
French Cheese Meal (Big Mac)	25400
French Cheese Meal (Big Mac)	25800
French Cheese Meal (Big Mac)	26200
French Cheese Meal (Big Mac)	26600
French Cheese Meal (Big Mac)	27000
French Cheese Meal (Big Mac)	27400
French Cheese Meal (Big Mac)	27800
French Cheese Meal (Big Mac)	28200
French Cheese Meal (Big Mac)	28600
French Cheese Meal (Big Mac)	29000
French Cheese Meal (Big Mac)	29400
French Cheese Meal (Big Mac)	29800
French Cheese Meal (Big Mac)	30200
French Cheese Meal (Big Mac)	30600
French Cheese Meal (Big Mac)	31000
French Cheese Meal (Big Mac)	31400
French Cheese Meal (Big Mac)	31800
French Cheese Meal (Big Mac)	32200
French Cheese Meal (Big Mac)	32600
French Cheese Meal (Big Mac)	33000
French Cheese Meal (Big Mac)	33400
French Cheese Meal (Big Mac)	33800
French Cheese Meal (Big Mac)	34200
French Cheese Meal (Big Mac)	34600
French Cheese Meal (Big Mac)	35000
French Cheese Meal (Big Mac)	35400
French Cheese Meal (Big Mac)	35800
French Cheese Meal (Big Mac)	36200
French Cheese Meal (Big Mac)	36600
French Cheese Meal (Big Mac)	37000
French Cheese Meal (Big Mac)	37400
French Cheese Meal (Big Mac)	37800
French Cheese Meal (Big Mac)	38200
French Cheese Meal (Big Mac)	38600
French Cheese Meal (Big Mac)	39000
French Cheese Meal (Big Mac)	39400
French Cheese Meal (Big Mac)	39800
French Cheese Meal (Big Mac)	40200
French Cheese Meal (Big Mac)	40600
French Cheese Meal (Big Mac)	41000
French Cheese Meal (Big Mac)	41400
French Cheese Meal (Big Mac)	41800
French Cheese Meal (Big Mac)	42200
French Cheese Meal (Big Mac)	42600
French Cheese Meal (Big Mac)	43000
French Cheese Meal (Big Mac)	43400
French Cheese Meal (Big Mac)	43800
French Cheese Meal (Big Mac)	44200
French Cheese Meal (Big Mac)	44600
French Cheese Meal (Big Mac)	45000
French Cheese Meal (Big Mac)	45400
French Cheese Meal (Big Mac)	45800
French Cheese Meal (Big Mac)	46200
French Cheese Meal (Big Mac)	46600
French Cheese Meal (Big Mac)	47000
French Cheese Meal (Big Mac)	47400
French Cheese Meal (Big Mac)	47800
French Cheese Meal (Big Mac)	48200
French Cheese Meal (Big Mac)	48600
French Cheese Meal (Big Mac)	49000
French Cheese Meal (Big Mac)	49400
French Cheese Meal (Big Mac)	49800
French Cheese Meal (Big Mac)	50200
French Cheese Meal (Big Mac)	50600
French Cheese Meal (Big Mac)	51000
French Cheese Meal (Big Mac)	51400
French Cheese Meal (Big Mac)	51800
French Cheese Meal (Big Mac)	52200
French Cheese Meal (Big Mac)	52600
French Cheese Meal (Big Mac)	53000
French Cheese Meal (Big Mac)	53400
French Cheese Meal (Big Mac)	53800
French Cheese Meal (Big Mac)	54200
French Cheese Meal (Big Mac)	54600
French Cheese Meal (Big Mac)	55000
French Cheese Meal (Big Mac)	55400
French Cheese Meal (Big Mac)	55800
French Cheese Meal (Big Mac)	56200
French Cheese Meal (Big Mac)	56600
French Cheese Meal (Big Mac)	57000
French Cheese Meal (Big Mac)	57400
French Cheese Meal (Big Mac)	57800
French Cheese Meal (Big Mac)	58200
French Cheese Meal (Big Mac)	58600
French Cheese Meal (Big Mac)	59000
French Cheese Meal (Big Mac)	59400
French Cheese Meal (Big Mac)	59800
French Cheese Meal (Big Mac)	60200
French Cheese Meal (Big Mac)	60600
French Cheese Meal (Big Mac)	61000
French Cheese Meal (Big Mac)	61400
French Cheese Meal (Big Mac)	61800
French Cheese Meal (Big Mac)	62200
French Cheese Meal (Big Mac)	62600
French Cheese Meal (Big Mac)	63000
French Cheese Meal (Big Mac)	63400
French Cheese Meal (Big Mac)	63800
French Cheese Meal (Big Mac)	64200
French Cheese Meal (Big Mac)	64600
French Cheese Meal (Big Mac)	65000
French Cheese Meal (Big Mac)	65400
French Cheese Meal (Big Mac)	65800
French Cheese Meal (Big Mac)	66200
French Cheese Meal (Big Mac)	66600
French Cheese Meal (Big Mac)	67000
French Cheese Meal (Big Mac)	67400
French Cheese Meal (Big Mac)	67800
French Cheese Meal (Big Mac)	68200
French Cheese Meal (Big Mac)	68600
French Cheese Meal (Big Mac)	69000
French Cheese Meal (Big Mac)	69400
French Cheese Meal (Big Mac)	69800
French Cheese Meal (Big Mac)	70200
French Cheese Meal (Big Mac)	70600
French Cheese Meal (Big Mac)	71000
French Cheese Meal (Big Mac)	71400
French Cheese Meal (Big Mac)	71800
French Cheese Meal (Big Mac)	72200
French Cheese Meal (Big Mac)	72600
French Cheese Meal (Big Mac)	73000
French Cheese Meal (Big Mac)	73400
French Cheese Meal (Big Mac)	73800
French Cheese Meal (Big Mac)	74200
French Cheese Meal (Big Mac)	74600
French Cheese Meal (Big Mac)	75000
French Cheese Meal (Big Mac)	75400
French Cheese Meal (Big Mac)	75800
French Cheese Meal (Big Mac)	76200
French Cheese Meal (Big Mac)	76600
French Cheese Meal (Big Mac)	77000
French Cheese Meal (Big Mac)	77400
French Cheese Meal (Big Mac)	77800
French Cheese Meal (Big Mac)	78200
French Cheese Meal (Big Mac)	78600
French Cheese Meal (Big Mac)	79000
French Cheese Meal (Big Mac)	79400
French Cheese Meal (Big Mac)	79800
French Cheese Meal (Big Mac)	80200
French Cheese Meal (Big Mac)	80600
French Cheese Meal (Big Mac)	81000
French Cheese Meal (Big Mac)	81400
French Cheese Meal (Big Mac)	81800
French Cheese Meal (Big Mac)	82200
French Cheese Meal (Big Mac)	82600
French Cheese Meal (Big Mac)	83000
French Cheese Meal (Big Mac)	83400
French Cheese Meal (Big Mac)	83800
French Cheese Meal (Big Mac)	84200
French Cheese Meal (Big Mac)	84600
French Cheese Meal (Big Mac)	85000
French Cheese Meal (Big Mac)	85400
French Cheese Meal (Big Mac)	85800
French Cheese Meal (Big Mac)	86200
French Cheese Meal (Big Mac)	86600
French Cheese Meal (Big Mac)	87000
French Cheese Meal (Big Mac)	87400
French Cheese Meal (Big Mac)	87800
French Cheese Meal (Big Mac)	88200
French Cheese Meal (Big Mac)	88600
French Cheese Meal (Big Mac)	89000
French Cheese Meal (Big Mac)	89400
French Cheese Meal (Big Mac)	89800
French Cheese Meal (Big Mac)	90200
French Cheese Meal (Big Mac)	90600
French Cheese Meal (Big Mac)	91000
French Cheese Meal (Big Mac)	91400
French Cheese Meal (Big Mac)	91800
French Cheese Meal (Big Mac)	92200
French Cheese Meal (Big Mac)	92600
French Cheese Meal (Big Mac)	93000
French Cheese Meal (Big Mac)	93400
French Cheese Meal (Big Mac)	93800
French Cheese Meal (Big Mac)	94200
French Cheese Meal (Big Mac)	94600
French Cheese Meal (Big Mac)	95000
French Cheese Meal (Big Mac)	95400
French Cheese Meal (Big Mac)	95800
French Cheese Meal (Big Mac)	96200
French Cheese Meal (Big Mac)	96600
French Cheese Meal (Big Mac)	97000
French Cheese Meal (Big Mac)	97400
French Cheese Meal (Big Mac)	97800
French Cheese Meal (Big Mac)	98200
French Cheese Meal (Big Mac)	98600
French Cheese Meal (Big Mac)	99000
French Cheese Meal (Big Mac)	99400
French Cheese Meal (Big Mac)	99800
French Cheese Meal (Big Mac)	100200

Prislista McDonalds Lahore. En BigMac kostar idag 20,30 kr.

Efter Shezan ger vi oss iväg till Pakistans största bolag inom livsmedelssektorn, Nestlé Pakistan. Min medföljande analytiker varnar mig för att nämna Engro Foods vilket tydligen är något av ett rött skynke för dem. Ingen kan ta ifrån Nestlé Pakistan deras fantastiska framgång. De senaste tolv åren har bolaget i genomsnitt växt 22% årligen (17% i USD). Krisåren 2008-09 fortsatte bolaget växa med 5% respektive 4% i USD trots 35% devalvering. Imponerande. Vi tas emot av en stressad finanschef, italienaren Giuseppe Bonanno. Vi får en känsla av att anledningen till mötet beror på viss nyfikenhet snarare än intresse av att marknadsföra sin aktie. Nestlé International äger idag 58% av Nestlé Pakistan vilket måste upplevas som något för lite. I samband med att Nestlé etablerades i Pakistan såldes 18% till en lokala partners. En av dessa partners är Packages (8%) där vi är aktieägare. Rykten på marknaden gör gällande att Nestlé gärna ökar sitt ägande men att dess forna partners inte är intresserade av att släppa sina aktier. Då återstår för bolaget att köpa på marknaden vilket är i princip omöjligt p g a den obefintliga likviditeten och mindre aptitligt när bolaget är ett av Pakistans högst värderade på P/E 35 och varje försäljningskrona värderas till närmare 3.



Er förvaltare tillsammans med bl a Nestlés finanschef.



McDonalds finns runtom i Pakistan. Bara entrén skiljer sig från Sverige.

## Resedagbok – Pakistan november 2012

Efter en kort lunch ger vi oss iväg för att träffa ett av våra allra minsta innehav (0,3% av fonden), Noon Pakistan (varumärke Nurpur Foods). En av de första mejeriproducenterna, bl a kanske Pakistans mest kända smör. Bolaget har idag uppskattningsvis 3-5% av mejerimarknaden. I takt med att mer kapitalstarka aktörer gett sig in i branschen har bolagets marknadsandel pressats och lönsamheten kommit ned. Fortfarande ser man dock bolagets produkter i de flesta butiker. Vi tas emot av Salman Hayat Noon, huvudägare, som tog över efter att hans far tragiskt nog gick bort förra året. Det råder en medvetenhet om behovet av investeringar i varumärket. Ett nytt smörpaket i hårt format som skall lanseras inom ett par månader visas. Vi konstaterar att bolaget är väl medvetet om vad som behöver göras. Återstår att se om bolaget lyckas i en allt mer konkurrensutsatt sektor eller om man konsolideras av någon av de större aktörerna, eller varför inte en ny aktör som vill ta sig in på marknaden. Med 300 mjölkinsamlingsställen är bolaget förstås en bråkdel av Engro Foods storlek men det är trots allt en imponerande logistik som tar tid och kostar pengar för en nya aktör att bygga upp. Noonfamiljen har varit en maktfaktor i Lahore under flera hundra år och har omfattande intressen även i textilier och socker. Bolaget lär således finnas kvar. Vilken väg de väljer återstår att se. Mr Noon talade passionerat för hur han vill utveckla bolaget.



Noon Pakistan presenteras av huvudägare Mr Salman Hayat Noon.

Från Noon Pakistan vidare till Fatima Fertilizer och möte med bolagets finanschef Mr Muhammad Abdul Wahab. Vi känner väl till Fatima. Vårt syfte med mötet var primärt att inhämta aktuella branschintyck. Gödselsektorn har pressats hårt av brist på gas och statens återkommande import av urea under perioder då man upplever att det inhemska priset på gödsel är för högt. Fatima Fertilizer har dock klarat sig väl då just det pipelinenätverk bolaget är uppkopplat till drabbats av väldigt begränsade störningar. Vi hade en mycket bra diskussion kring politiken bakom gasbegränsningar och lämnade mötet med en del nya idéer.



Utanför Fatima Fertilizers huvudkontor.



Framtidsutsikterna för pakistansk gödselsektor diskuteras med Fatima Fertilizers finanschef.

## Resedagbok – Pakistan november 2012

### Torsdag 15 november, Lahore

Vi inleder med ett möte med ett av våra mindre innehav, Nishat Chunian. Bolaget är en av Pakistans största garnproducenter och har nyligen fått ett stort uppsving för sin garnexport till Kina. Framförallt var vi nyfikna på hur bolaget såg på denna ökade efterfrågan, om det är ett tillfälligt uppsving eller inledningen på något större. Vi konstaterar att bolaget det närmaste året kommer öka antalet spinnrockar med 60 000 från nuvarande 150 000 och att det är primärt ökad efterfrågan från Kina som är anledningen. Bra signal. Kanske ännu mer för Pakistans export som till närmare 50% utgörs av bomullsprodukter. Drygt hälften av bolagets försäljning är idag garn. EU har nyligen infört väsentliga underlättningar för pakistansk textilexport. Nishat Chunian var mycket optimistiska om sina möjligheter att kraftigt öka sin export av tyger till EU som en följd av detta det närmaste året. Utöver textilverksamheten äger Nishat Chunian även 51% av Nishat Chunian Power (NCPL), ett 200 MW kraftverk. Värdet på dessa aktier är närmare hälften av NCLs börsvärde. Inte ett dyrt bolag med tanke på att textilverksamheten värderas till knappt 5 gånger årsvinsten.



Vid entrén tillsammans med investeransvarig på Nishat Chunian.

Efter Nishat Chunian var det dags för ett kärt återseende. Packages, det bolag som Stora-Enso nyligen ingick ett samriskäggande med, träffade vi för tredje gången. Vi fick en uppdatering av verksamheten och en genomgång av hur det nya Packages kommer se ut. Vi konstaterar att verksamheten till 70% utgörs av förpackningar till livsmedelsindustrin. Allt från ketchupflaskor till flingpaket. Bolaget skapade nyligen ett samriskprojekt med Stora-Enso, Bulleh Shah. Stora Enso har gjort ett intressant förvärv. Deras 50% i Bulleh Shah ger dem en spännande exponering mot framförallt vätskeförpackningar. Bulleh Shah kommer vara Tetra Paks exklusiva leverantör t o m iaf 2018. En ny biomassanläggning kommer signifikant sänka

driftskostnaderna från och med 2015. För Packages har Bulleh Shah goda förutsättningar att bli ännu ett intressant samriskprojekt. På samma sätt som när man en gång i tiden hjälpte Nestlé med etableringen i Pakistan. Fortfarande äger Packages 8% av Nestlé Pakistan, aktier som är värda omkring PKR 220/aktie. Detta kan jämföras med aktiekursen på omkring PKR 150. Aktierna kan säljas skattefritt enligt bolaget. Därtill har bolaget mark i centrala Lahore där den gamla fabriken stod. Totalt ca 40 hektar i de absolut finaste kvarteren i 10 miljonersstaden Lahore. Det uppskattade marknadsvärdet är omkring PKR 4-4,5 mdr enligt ledningen. Det adderar drygt PKR 40 ytterligare per aktie. Mycket värden och därtill en kvarvarande relativt renodlad exponering mot livsmedelssektorn.



Utanför grindarna på Packages.

Efter Packages var det dags att besöka Pakistans största skotillverkare. Bata Pakistan ägs till 75% av Bata International (BAFIN BV). När man etablerade sig i Pakistan på 70-talet erhöles väsentliga skatteunderlättningar för börsnoterade bolag som sålde minst 40% av aktierna publikt. Sedan dess har moderbolaget gradvis köpt tillbaka aktier. Tundras besök var enligt ledningen det första man någonsin fått av en fondförvaltare, utländsk eller inhemsk. Finanschef Carlos Gomez gav dock en bra presentation av bolagets verksamhet. Bata Pakistan säljer omkring 23 miljoner par skor årligen, varav 11 miljoner par tillverkas i bolagets egna fabriker. Man fokuserar på den inhemska marknaden. Runt om i Pakistan finns 400 Batabutiker. De senaste åren har man omstrukturerat butikskedjan, renoverat, stängt ner små butiker och öppnat större. Flertalet av de butiker vi såg på vår resa höll hög svensk standard. Batabutiker återfinns överallt och upplevs av pakistanier som ett pakistanskt märke.

Resedagbok – Pakistan november 2012



Utanför Bata's huvudkontor i Lahores utkanter.



Interiör från Batabutik i Karachi



Bubblegummers är det mest kända varumärket för barnskor i Pakistan.



Er förvaltare utanför en större Batabutik i Karachi

## Resedagbok – Pakistan november 2012

Med lite tid kvar innan det var dags för avfärd till flygplatsen passade vi på att även besöka en Metro Cash & Carry i utkanterna av Lahore.



Vår fotograf gjorde ett gott försök att ta med sig kameran in men blev som vanligt stoppad och fick nöja sig med bilder utifrån.



Er förvaltare lyckades dock knipa ett par bilder med telefonen utan att bli stoppad. Vi tycker det är särskilt intressant att studera varuutbudet i stormarknaderna. Representation, prisskillnader, presentation av varor etc.



I entrén till Metro Cash & Carry Lahore.



National Foods är välrepresenterat tillsammans här med konkurrenten inom kryddsegmetntet Laziza (finns även i Sverige).



Resedagbok – Pakistan november 2012



Egna produktställ ser man än så länge sällan. National Foods och Knorr var de vi uppmärksammade.



National Foods, Shezan och Mitchell's ketchup, sida vid sida. Mitchell's 10% dyrare. Inte 10% godare.



Kanske en tråkig bild för många. Inte för oss. En Magnum Mandel kostar nu PKR 85, vilket är ca 6 svenska kronor. En dryg fördubbling på ett år. Smaken är densamma som i Sverige. Godare än Omores (Engro Foods) glass i nuläget.



En timmes rundtur med en svensk fondförvaltare som insisterade på att studera alla produktkategorier belönades till slut med en Magnumglass utanför. En bra avslutning inför 14 timmars flygresa tillbaka till Stockholm.