

# TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV DECEMBER 2012



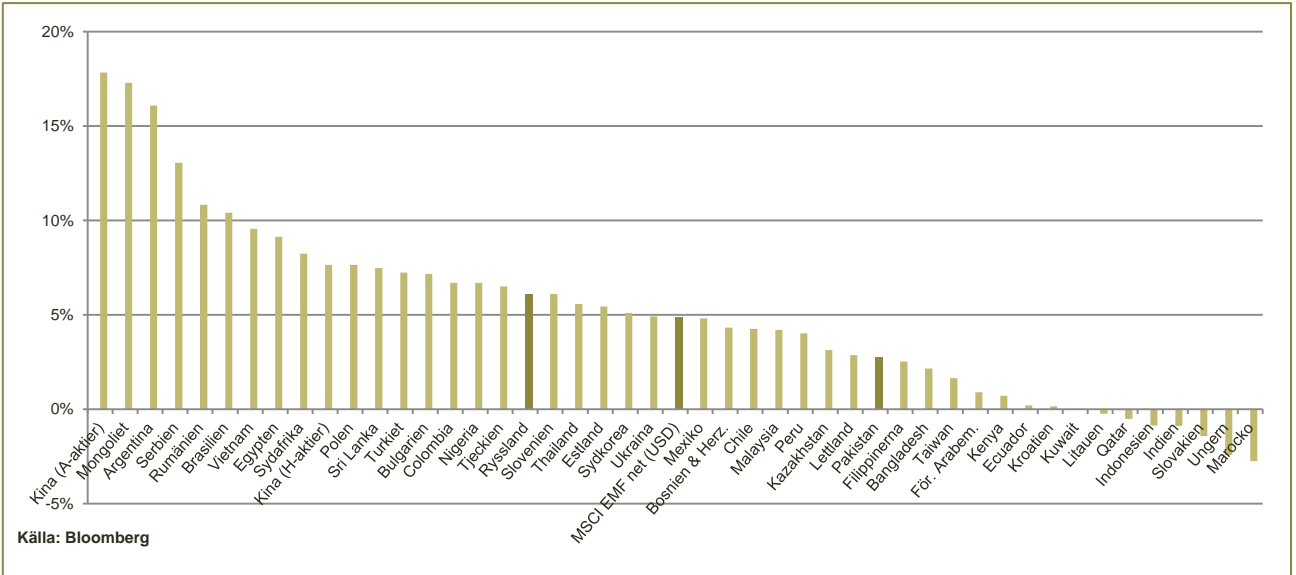
## Månadsbrev december 2012 - Tillväxtmarknader under december

### Stark avslutning på bra börsår

December kom att bli ytterligare en bra börs månad för tillväxtmarknaderna och MSCI EM steg 2,4% (SEK). Mätt i USD hade avkastningen varit än bättre, 4,9%. Tillväxtmarknaderna erbjöd bättre avkastning än världsindex, då MSCI AC World föll 0,6% (SEK). Kina, Brasilien och Sydafrika blev bäst bland de traditionella

tillväxtmarknaderna. Allra bäst var dock ett flertal gränsmarknader (s k frontier markets, t ex Mongoliet, Argentina och Serbien). Gränsmarknaderna är väl värda att tittas närmare på och erbjuder i en del fall investerare vad de traditionella tillväxtmarknaderna kunde för två decennier sedan.

Diagram 1: Tillväxtmarknader december 2012 (USD)



### Återblick på 2012

Aktiemarknaden under 2012 som helhet kom, i likhet med 2011, att präglats av oro för den makroekonomiska utvecklingen. Två av tre orosmoln hade sin källa utanför tillväxtregionerna. Detta till trots slutade året på +11,9% (SEK), +18,2% mätt i dollar. Detta ska jämföras med MSCI World net som steg 9,6% i SEK. Året får dock sägas ha varit tudelat med en vår präglad av oro för utvecklingen i Eurozonen liksom spekulationer i att den kinesiska ekonomin stod inför en kraftig uppbromsning kombinerat med en briserande fastighetsbubbla och kraftigt ökade kreditkostnader i landets banksektor.

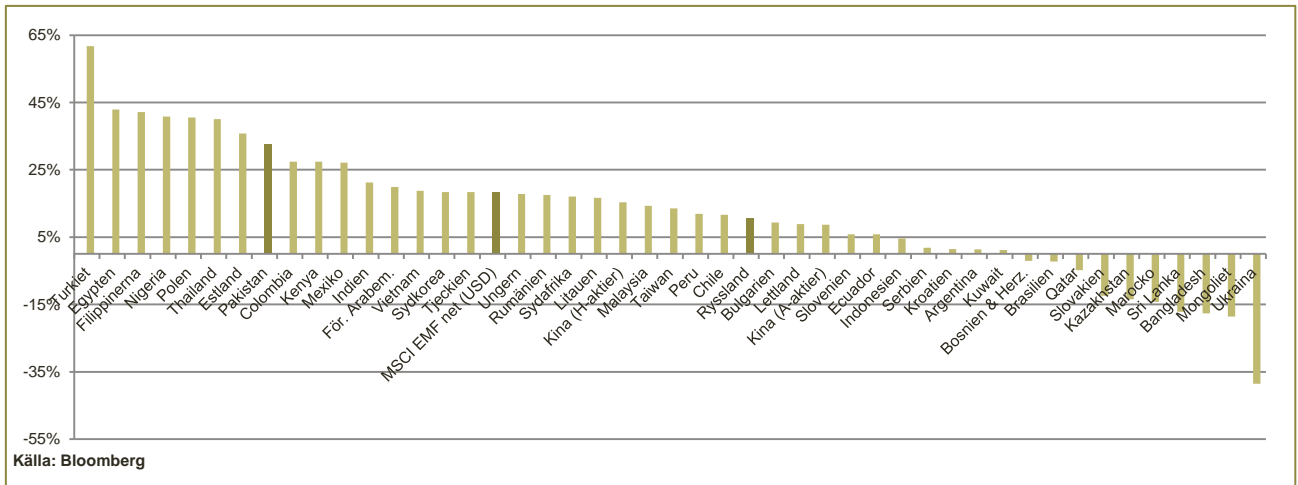
All börsuppgång generades således under årets andra halva efter introduktionen av FED:s och ECB:s penningpolitiska stödåtgärder under sommaren och tidig höst. 2011 års utflöden från tillväxtmarknadsfonder världen över vände i samband med detta och vid årsslutet kunde noteras fyra månader i rad med inflöden. Under slutet av året uppstod viss oro för att den amerikanska kongressen inte i tid skulle nå en uppgörelse om landets budget och därmed riskera att utlösa en åtstramande finanspolitik. I skrivande stund tycks man dock åtminstone tillfälligt ha nått en uppgörelse även om ytterligare överenskommelser krävs.

### Goda chanser till ännu ett bra år

2013 har goda chanser att bli ännu ett bra börsår för världens tillväxtmarknader. Det är rimligt att anta, att den europeiska tillväxten kommer fortsätta befinna sig på historiskt låga nivåer. Eurozonens utmaningar är dock vid det här laget väl diskonterade i kapitalmarknaden. Detta gäller inte minst sambandet mellan värdering av obligationer vs aktier (se *månadsbrev september*). Förutsatt att krisen inte sprider sig till nya länder såsom Frankrike, torde Eurokrisen få en mindre betydelse under 2013. För USA:s vidkommande har man i skrivande stund temporärt undvikit det så kallade budgetstupet men Kongressen måste under februari rösta igenom en permanent lösning. Utkomsten av denna kan utgöra en riskfaktor. Det tredje orosmolnet under 2012, en kraftig inbromsning av den kinesiska ekonomin, ter sig idag också som mindre. Under tredje kvartalet uppgick BNP-tillväxten till 7,4%. Detta var i och för sig en marginell nedgång jämfört med föregående kvartal men långt över de mest pessimistiska prognoserna. Inköpschefsindex, industriproduktionen liksom detaljhandeln har alla visat på små förbättringar under andra halvåret 2012.

## Månadsbrev december 2012 - Tillväxtmarknader under december

Diagram 2: Tillväxtmarknader 2012 (USD)



### Tillväxtmarknader är lågt värderade och aktier är impopulära

Ett uttryck för de relativt låga förväntningarna och därmed den potentiella uppsidan i aktier är att värderingarna på tillväxtmarknaderna fortfarande ligger under sitt historiska genomsnitt. Vi har förvisso bevittnat en stark uppgång under andra halvan av 2012 och förväntningarna är inte längre på de rekordlåga nivåer som kunde noteras under första halvan av 2012 och under 2011 men ännu finns gott om utrymme för en börsuppgång. Tillväxtmarknaderna handlas idag en dryg standardavvikelse under det 20-åriga genomsnittet för P/E. P/B (Pris/justerat eget kapital) ligger 1,5 standardavvikelse under genomsnittet.

Som vi tidigare skrivit i våra månadsbrev ser aktier också attraktiva ut relativt obligationer. Baserat på ett världsindex (inklusive utvecklade marknader) är dagens riskpremie för aktier den högsta på 30 år. Det är delvis ett resultat av det kraftiga inflödet till obligationsfonder – sedan början av 2009 motsvarar inflödena i obligationsfonder 70% av det ursprungliga förvaltade kapitalet. Motsvarande siffra för aktiefonder är 3%.

### Expansiv penningpolitik ger stöd för tillväxtmarknader

En andra faktor som har potential att göra 2013 till ett bra år för tillväxtmarknaderna är den expansiva penningpolitik som förs i såväl industri- som utvecklingsländer. Inte mindre än 13 centralbanker i tillväxtekonomier, däribland Brasilien, Turkiet, Sydafrika,

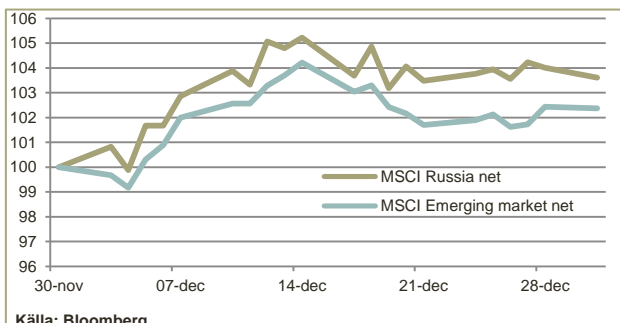
Sydkorea, Ungern och Kina, sänkte styrräntorna under det gångna året i takt med att deras fokus tycks ha flyttats från inflationsbekämpning till att sörja för tillväxt. Utöver inhemsk penningpolitisk stimulans i tillväxtländerna, får de också hjälp av såväl FED:s QE3 som ECB:s OMT. I tidigare versioner av QE har kapitalströmningen från USA till tillväxtländerna varit en källa till kritik p.g.a. av dess inflationsskapande effekter, såväl realkonomiskt som på kapitalmarknaden. Denna gång torde kritikerna dock ha mindre vind i seglen eftersom såväl inflations- som tillväxttakten i detta skede är lägre och risken för bubblor och överhettning därmed är mindre sannolik. Den genomsnittliga inflationstakten i tillväxtekonomierna är idag ca två procentenheter lägre än för 18 månader sedan. Ytterligare ett skäl till att centralbanker runtom i tillväxtregionerna för en expansiv penningpolitik är för att depreciera sina valutor och därmed underlätta för exportsektorn i ett läge då den externa efterfrågan redan är svag. Sammanfattningsvis bör 2013 kunna bli ett lika bra börsår för tillväxtmarknader, som 2012 men med mindre osäkerhet.

## Månadsbrev december 2012 - Tundra Rysslandsfond

### Ryska marknaden under december

Den ryska marknaden mätt som MSCI Russia net steg 3,6% (SEK) i december jämfört med tillväxtmarknader (MSCI Emerging Market net) som steg 2,4%. Under 2012 som helhet steg den ryska marknaden 7,6% medan tillväxtmarknadsindex steg 11,9%. USD försvagades 2,4% mot SEK under december och 5,3% under hela 2012.

Diagram 3: Ryska marknaden mot MSCI Emerging Markets



Den ryska marknaden var förvånansvärt stark under december jämfört med tillväxtmarknader i stort givet att såväl oljepriset som LME:s metallindex föll 2,5% respektive 2,9% (SEK) under månaden. Det är relativt ovanligt att ryska marknaden stiger då råvaror faller.

December var en månad som liknade det gångna året i stort. De allra största bolagen uppvisade en mycket starkare kursutveckling än de små och medelstora bolagen precis som för året som helhet. Indextunga Norilsk Nickel, Rosneft och Novatek steg med 15%, 13% respektive 7% (SEK). Till och med marknadens största aktie, Gazprom, som haft en svag utveckling under flera månader steg 4%.

December dominerades nyhetsmässigt av "freden" mellan huvudaktieägarna i Norilsk Nickel. Striden har stått mellan två av Rysslands mäktigaste oligarker, Vladimir Potanin, som kontrollerar Interros, och Oleg Deripaska som kontrollerar Rusal sedan Rusal köpte 25% av Norilsk 2008. Båda parter har vid olika tillfällen de senaste åren misslyckats med att köpa ut den andra parten. Nu har de skrivit ett aktieägaravtal som reglerar styrning av bolaget samt framtida utdelningspolitik. Att de slutligen kunde enas var tack vare fredsmäklaren Roman Abramovich, som även blir aktieägare via en investering på USD 1,5 mdr i Norilsk Nickel samt att de två huvudägarna hade tröttnat på nuvarande lednings hantering och styrning av bolaget. Huvudägarna tyckte att investeringarna var allt för vidlyftiga och ofokuserade.

Kritik framfördes dessutom mot ledningens köp av aktier i bolaget. Dessa annullerades inte och ledningen utnyttjade istället aktiernas rösträtt för eget syfte. Nyheten visar åter igen att bolagsstyrning, eller s k corporate governance, är en av de viktigaste komponenterna vid investeringar i ryska aktiemarknaden.

Sberbank, landets största bank, och Credit Suisse lade under december ned sina försök att gemensamt lansera en private equity-fond på USD 1 mdr. Detta på grund av bristande intresse i marknaden. Nyheten visar vilken aversion internationella investerare har mot Ryssland för närvarande. Onoterade eller mindre likvida ryska aktier är lågt värderade men trots det kunde dessa två institutioner inte hitta tillräckligt stort intresse att investera. Vi har i ett tidigare månadsbrev skrivit om flera ryska veteraner som givit upp och stängt sina fonder under 2012. Ovan nämnda utveckling skapar förstås möjligheter för de aktörer som finns kvar. Den stora frågan är när marknaden åter kan breddas och intresset för aktier utanför topp-20 i Ryssland kan återkomma. Den dagen det sker är potentialen stor.

Tillväxttakten i den ryska ekonomin verkar stabiliseras under november och december efter att ha varit fallande under ett halvår. Industriproduktionen ökade 1,9% i november, vilket är en tiondel mer än i oktober. Inflationen är för närvarande oförändrad i årstakt på 6,5%. Den ryska centralbanken höjde något oväntat 1-dagarsräntan från 4,25% till 4,5% i december. De behöll dock bankernas återfinansieringsränta oförändrad på 8,25%.

Det politiska klimatet fortsätter att hårdna i Ryssland. Oppositionen hade ansökt om tillstånd att demonstrera på årsdagen av protesterna mot det eventuella valfusk i Dumavalet i december 2011. Trots att de förnekades tillstånd, så demonstrerade några tusen människor. Ett fyrtiotal ledare för oppositionen arresterades och några kan komma att åtalas. Om de fälls kan böterna bli flera tusentals kronor då straffen för olagliga demonstrationer har höjts betydligt under 2012. Ett par av ledarna misstänks även för uppvigling då de skulle ha manat på demonstranterna mot polisen. Om de åtalas och fälls kan de riskera mångåriga fängelsestraff.

I tidigare månadsbrev har vi nämnt att det pågår initiativ mot den mycket utbredda korrruptionen i Ryssland. I mitten av december fastslogs att Dumans ledamöter inte får ha bankkonton, aktier eller obligationer

## Månadsbrev december 2012 - Tundra Rysslandsfond

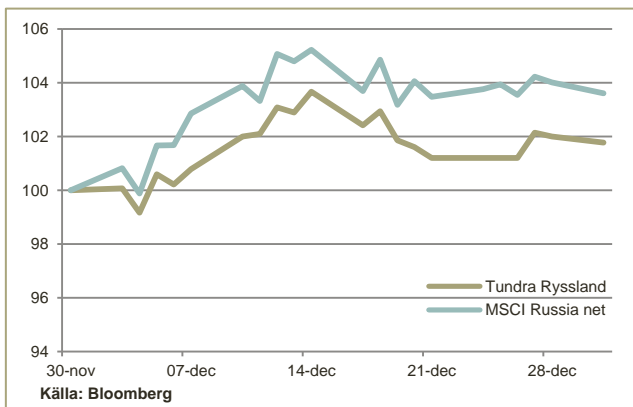
utanför Ryssland. President Vladimir Putins beslut mottogs med stor entusiasm men det kvarstår att fastställa hur efterlevandet av dessa regler ska följas upp.

Under december skrev Ryssland och Indien bilaterala avtal inom 10 olika områden. Återigen visar Ryssland sin ambition på globala marknader. Områdena inkluderar försvar, rymden, handel, vetenskap och teknologi, utbildning, kultur, turism och kärnenergi. Inom det senare har Ryssland redan lanserat en global satsning där köpare av kärnenergi kan köpa en fullständig kraftverkslösning (s k turn key) inklusive bränsle från Ryssland.

### Fonden under december

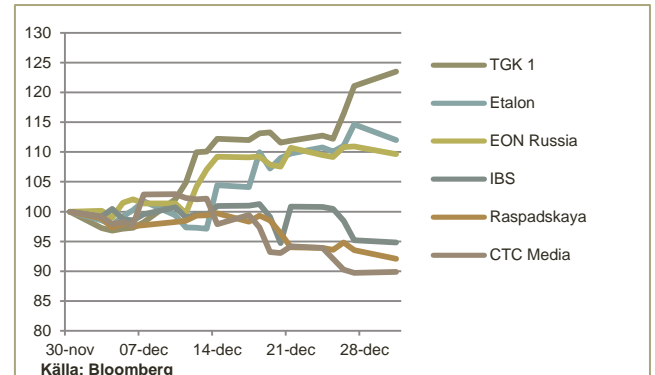
Tundra Rysslandsfond steg 1,8% (SEK) under december månad, jämfört med marknaden (MSCI Russia net SEK) som steg 3,6% under samma period. (Vi har tidigare rapporterat i vårt kortfattade månadsbrev att fonden steg 2,0% och marknaden 4,0%, detta var fram till 28 december som var sista handelsdag för året. Ovan nämnda tal gäller för värdering per sista december då fonden inte kunde handlas utan bara var ett sk. bokförings-NAV). Under hela 2012 har Tundra Ryssland fallit med 1,1% jämfört med marknaden som har stigit 7,6%.

Diagram 4: Fonden vs marknaden under december (SEK)



Bäst utveckling (SEK) under månaden i fonden uppvisade TGK1 (+24%) Etalon (+15%), EON Russia (+11%), och Megafon (+9%). Sämst utveckling uppvisade CTC Media (-10%), Raspadskaya (-7%), IBS (-5%) och FederalGrid (-4%).

Diagram 5: Bästa och sämsta aktier i fonden under december



Bästa sektorerna i index under december var Dagligvaror (+10,9% i SEK), Telekommunikation (+6,3%) och Råvaror (+6,3%). Sämsta sektorer var Kraft (-2,8%) och Finans (+0,5%). Under månaden tappade fonden 1,8% jämfört med index. Avvikelsen mot index under december består av tre delar:

- Fondens två största övervikter, Kraft och Finans, var de två sämsta sektorerna i index.
- Fondens övervikt mot medelstora bolag under en månad då stora bolag generellt utvecklades bättre.
- Ett fåtal enskilda aktieval utvecklades inte tillfredsställande. De tre aktierna CTC Media, Raspadskaya och IBS förklarar knappt hälften av skillnaden i avkastning jämfört med index. Eftersom fonden har en koncentrerad portfölj så betyder avkastningen i varje enskilt innehav mycket. Nämnas ska att aktievalet inom Kraftsektorn var framgångsrikt genom innehaven i TGK1 (+24%) och EON Russia (+11%). Glädjande under månaden var att Megafon steg 9%, den börsintroduktion fonden deltog i under november. Etalon, som föll 17% under november p g a försenade projektleveranser under 2013 och rykten om inblandning i korruption, tog tillbaka en stor del av kursstappet under december.

### Marknaden under 2012

Under det gångna året fortsatte, i likhet med tidigare år, den ryska marknaden uppvisa hög volatilitet. Utvecklingen för den ryska marknaden (+7,6%) har varit sämre än för tillväxtmarknader (+11,9). Samtidigt föll det för Ryssland så viktiga oljepriset 2% (SEK) medan LME råvaruindex föll 1% under året. De största bolagen i Ryssland har uppvisat en påtagligt bättre avkastning än de små och medelstora bolagen under året. De stora oljebolagen Rosneft, Lukoil och Tatneft steg 32%, 20% respektive 41% (SEK).

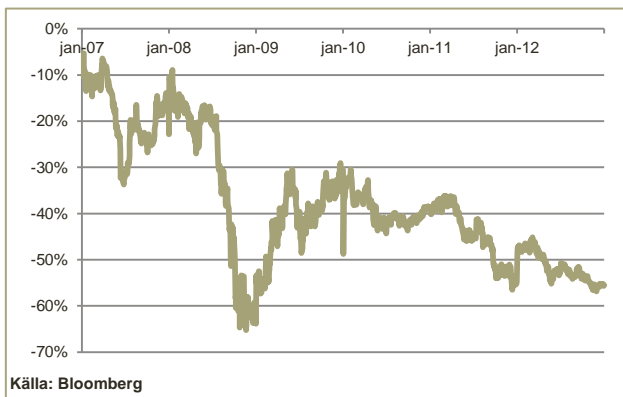
## Månadsbrev december 2012 - Tundra Rysslandsfond

Den största banken, Sberbank, steg 20%, det största gruvföretaget Norilsk Nickel steg 17% och MTS, den största mobiloperatören, steg 23%. Undantag från dessa goda värdestegringar var Gazprom (-15%), det bolag som väger tyngst i index, och Novatek (-7%), båda inom gasssektorn. Stjärnan bland de största ryska bolagen under 2012 var dock livsmedelsdetaljisten Magnit, som steg 78%.

Bästa sektor under året var Konsumentaktier, som steg 79%, och Finans som steg 12%. Den sämsta sektorn var Kraft som föll 26%. Intressant är att MSCI Russia small cap som följer ett trettiotal mindre bolag föll 12%.

Rabatten på den ryska marknaden gentemot MSCI Emerging Market, mätt på P/E-basis, har varit hög under hela 2012, ca 50%. President Vladimir Putin utsåg en på pappret relativt stark och reformvänlig regering.

Diagram 6: P/E-talet för Ryssland gentemot MSCI Emerging Markets (lägre värde = större rabatt)



Källa: Bloomberg

Omvärderingen av den ryska marknaden har dock låtit vänta på sig. Det är en mängd olika förklaringar till detta. Korruptionen är fortsatt ett av Rysslands allvarligaste problem och hämmar den ekonomiska utvecklingen kraftigt och skrämmer utländska investerare från att investera i Ryssland. Som vi nämnt tidigare pågår en antikorrupcionskampanj från ryska regeringens sida. Det är dock för tidigt att uttala sig om några effekter av denna. Bolagsstyrningen har försämrats i Ryssland under 2012. Vi har nämnt ett antal olika incidenter under årets gång. Om det typiska under 1990-talet var korrupta transferprissättningar, dvs att huvudägaren eller ledningen sålde bolagets varor till ett underpris till ett för dem närstående bolag för att sedan säljas vidare till ett högre pris, så tycks temat under 2012 vara att huvudägaren säljer tillgångar på för hög värdering till bolaget.

Inför presidentvalet betonades vikten av privatiseringar i Ryssland för att öka effektiviteten i ekonomin och för att i förlängningen stödja ekonomisk utveckling utanför den dominerande olja- och gasssektorn. Tyvärr är det snarare nationaliseringar eller i alla fall ökat statligt ägande som har varit fallet ännu så länge sedan Vladimir Putin återtillträdde i maj 2012. Det av staten majoritetsägda oljebolaget Rosneft köpte under hösten TNK-BP för hela USD 52 mdr. De största kraftbolagen där staten är majoritetsägare har alla genomfört eller kommer att genomföra stora nyemissioner. På grund av de försämrade förutsättningarna i kraftsektorn under året värderas de tre största statligt ägda kraftbolagen under sitt nominella kapital. Dessa nyemissioner sker på nivåer över börskurs då ryska nyemissioner inte kan ske under nominellt värde. Eftersom bara staten deltar på så ofördelaktiga villkor så ökar statens ägande i sektorn.

Det finns två positiva händelser under 2012 som vi ännu inte riktigt har sett något resultat utav. Som båda skulle kunna innebära att rabatten på ryska aktier kan minska över tiden. Dels har Ryssland inför ett centralt värdepappersregister och dels har Ryssland blivit medlemmar i WTO. Det senare kommer antagligen betyda ökade utländska direktinvesteringar i Ryssland då det rättsliga skyddet förbättras. Kombinerat med att Ryssland får ett centralt värdepappersregister har de två börserna MICEX och RTS slagits ihop och det kommer i början av 2013 påbörjas handel i ryska värdepapper med avveckling T+2. Fram till idag har avveckling av ryska lokala aktieaffär skett T+0 dvs samma dag som affären genomförs. Detta har inneburit att de som ska handla på börsen måste ha sina kontanter och värdepapper på börsen för att kunna handla. Detta har i praktiken inneburit att utlänningar inte handlat direkt på börsen. Denna reform kommer antagligen innebära förbättrad likviditet på den lokala ryska marknaden och därmed högre värderingar.

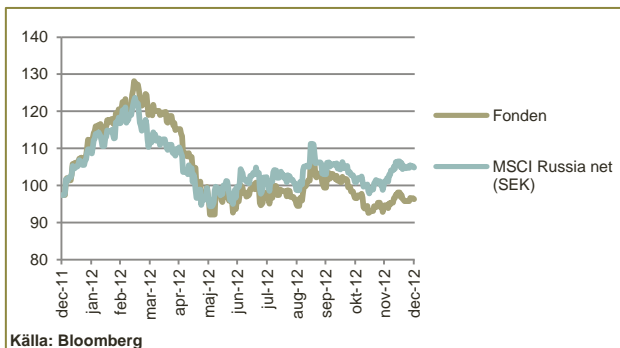
### Fonden under 2012

Under 2012 föll Tundra Rysslandsfond 1,1% samtidigt som den ryska aktiemarknaden mätt som MSCI Russia net (SEK) steg 7,6%. Tundra Rysslandsfond är en fullt aktivt förvaltd fond som inte förvaltas ifrån hur marknadsindex ser ut. Vår investeringsprocess utgår från fundamental värdering där vi investerar i aktier, som vi anser har en låg värdering givet sina förutsättningar. I och med att fonden inte har samma exponeringar som index har så blir resultatavvikelserna betydande.

## Månadsbrev december 2012 - Tundra Rysslandsfond

Resultatet jämfört med indexutvecklingen under det gångna året visar detta med stor tydlighet. Under första kvartalet 2012 var Tundra Rysslandsfond den bästa av 25 Rysslandsfonder som då bevakades i svenska Morningstar. Fonden utvecklades 8,5 procent bättre än index. Under andra kvartalet var resultatet klart sämre och fonden tappade 9,5 procent jämfört med index. Under tredje kvartalet var resultatet jämfört med index knappt 1 procent medan under fjärde kvartalet fonden utvecklades 4,8 procent sämre än index.

Diagram: Fonden vs marknaden 2012



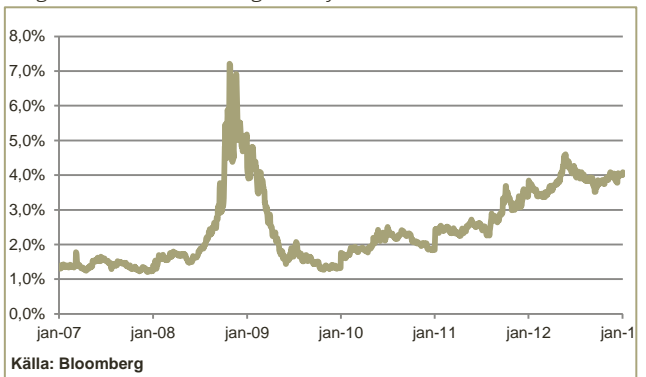
Den viktigaste anledningen till fondens svaga utveckling under året var en övervikt i Kraftsektorn som har varit den sämsta sektorn under året och det är en klen tröst att de aktier fonden ägt har fallit mindre än de kraftaktier som finns i index. Kraftsektorn föll 26% medan de kraftaktier fonden ägt fallit drygt 15%. Kraftsektorn i Ryssland utvecklades även under 2011 väsentligt sämre än marknaden genomsnitt då den föll 37% när marknaden föll 19%. Vår tes inför året var att sektorn, som drabbats av olika negativa omregleringar, skulle behandlas mer långsiktigt efter presidentvalet i mars 2012. Under första kvartalet 2012 utvecklades Kraftsektorn starkt. Detta följdes av en rad dåliga nyheter. Förändringarna under året har påverkat lönsamheten negativt. I slutet av året initierade staten nyemissioner i Federal Grid, MRSK Holding och Rushydro för att finansiera investeringar i dessa bolag. Den näst största negativa bidragsgivaren på sektornivå var Konsumentsektorn. Fondens innehav i Magnit, som slutade året med en uppgång på 86%, avyttrades alltför tidigt. Samtidigt föll fondens andra innehav i sektorn, X5, med 24%. Vid årets utgång var EV/EBITDA (kvoten mellan marknadsvärdet på aktierna plus skulder delat med bruttokassaflödet) dubbelt så högt för Magnit som för X5. Med andra ord värderades Magnits kassaflöden dubbelt så högt som X5:s. Detta trots att bolagen är jämnstora i omsättning och att X5 historiskt uppvisat bättre marginaler.

Bästa sektor för fonden under 2012 var Telekommunikation, som steg 28%, där fonden samtidigt varit något överviktad.

### Utsikter för 2013

Den ryska börsen fortsätter att vara mycket beroende av nivån på oljepriset. Även för 2013 kommer detta vara avgörande för hur den ryska marknaden utvecklas. Vidare så är den ryska marknaden i ett globalt perspektiv en mycket volatil marknad med hög rörlighet uppåt och nedåt. Förbättrad eller försämrade global riskaptit kommer att påverka den ryska utvecklingen. Som framfördes i detta månadsbrevs inledning om de globala utsikterna under 2013, torde dock förutsättningarna för den ryska marknaden vara relativt goda under det kommande året.

Diagram 7: Direktavkastningen för ryska aktier



Den ryska marknaden värderas med betydande rabatt till de övriga tillväxtmarknaderna. Samtidigt är direktavkastningen i Ryssland bland de högsta bland de stora tillväxtmarknaderna. I takt med att räntenivån i Ryssland generellt har sjunkit kommer antagligen den höga direktavkastningen på 4,1% vara lockande. De strukturella positiva förändringar som sker på ryska börsen och hanteringen av ryska värdepapper bör även det vara positivt för marknaden.

Samtidigt som vi inte ser en omedelbar lösning på de problem som begränsat intresset för ryska aktier under 2012 måste dessa betraktas som mycket välkända i nuläget. Nyhetsflödet har varit oerhört negativt för Ryssland under året. Givet att värderingarna idag i ett historiskt perspektiv är mycket låga är det således rimligt att ställa sig frågan hur mycket värre det kan bli samtidigt som uppgången, i det fall global riskaptit förbättras, kan bli både snabb och kraftig.

## Månadsbrev december 2012 - Tundra Rysslandsfond

Tabell 1: 10 största innehav Tundra Rysslandsfond

| Bolag                   | Tundra vikt i portfölj | Börsvärde (USD m) | Kort beskrivning  | P/E     |         | FY2013E | Dir. avk. (förv.) | förändr. 1 mån (SEK) | Noteringsvaluta | Förändr. 1 mån (lok valuta) |
|-------------------------|------------------------|-------------------|---|---------|---------|---------|-------------------|----------------------|-----------------|-----------------------------|
|                         |                        |                   |   | FY2011A | FY2012E |         |                   |                      |                 |                             |
| Sberbank pref           | 8,8%                   | 69 164            | Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning              | 4,8     | 4,7     | 4,5     | 7,9%              | 0,1%                 | RUB             | 1,3%                        |
| Sistema (lokal aktie)   | 5,5%                   | 8 085             | Rysslands "Investor" eller "Kinnevik". Stor ägare i bl a MTS                  | 7,8     | 8,8     | 7,1     | 1,7%              | 2,6%                 | RUB             | 3,8%                        |
| LSR Group (lokal aktie) | 5,3%                   | 1 908             | Vertikalt integrerat byggbolag med fokus på billigare lägenheter              | 16,0    | 12,2    | 7,6     | 2,8%              | -2,1%                | RUB             | -0,9%                       |
| Lukoil ADR              | 5,1%                   | 56 095            | Rysslands största privat ägda oljebolag                                       | 4,7     | 4,6     | 4,7     | 4,6%              | 2,6%                 | USD             | 5,1%                        |
| MegaFon GDR             | 5,0%                   | 14 477            | Ledande mobiloperatör som kontrollerar ca en tredjedel av den ryska marknaden | na      | 11,8    | 9,1     | 7,3%              | 10,4%                | USD             | 13,1%                       |
| MTS (lokal aktie)       | 4,9%                   | 16 751            | Rysslands största mobilteleoperatör   | 19,2    | 11,7    | 9,1     | 7,1%              | 5,0%                 | RUB             | 6,2%                        |
| Etalon GDR              | 4,8%                   | 1 641             | En av Rysslands största bostadsbyggare  | 5,9     | 7,8     | 7,0     | 0,3%              | 12,0%                | USD             | 14,7%                       |
| IBS                     | 4,7%                   | 451               | Rysslands största IT-företag  | 11,6    | 9,2     | 6,7     | 4,3%              | -5,1%                | EUR             | -4,4%                       |
| Gazprom ADR             | 4,7%                   | 111 561           | Världens största gasbolag   | 2,9     | 3,1     | 3,2     | 5,2%              | 3,9%                 | USD             | 6,4%                        |
| E.ON Russia             | 4,6%                   | 5 433             | Ett av Rysslands största kraftbolag   | 10,5    | 9,5     | 9,2     | 5,0%              | 9,7%                 | RUB             | 11,0%                       |

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

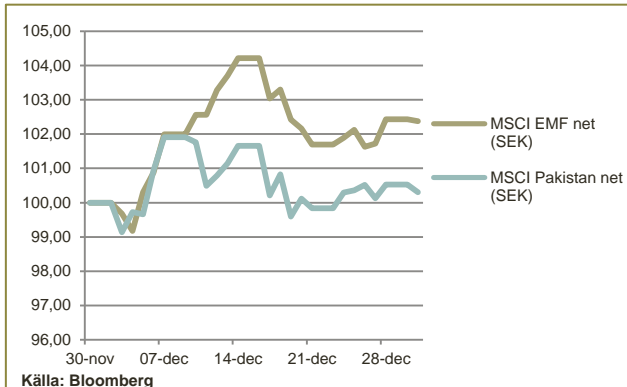


## Månadsbrev december 2012 - Tundra Pakistanfond

### Marknaden under december

MSCI Pakistan net steg 0,3% (SEK) i december, jämfört med MSCI EMF net som steg 2,4%. Rupeen försvagades 0,8% mot USD och 2,9% mot SEK.

Diagram 8: Marknaden vs tillväxtmarknader december 2012



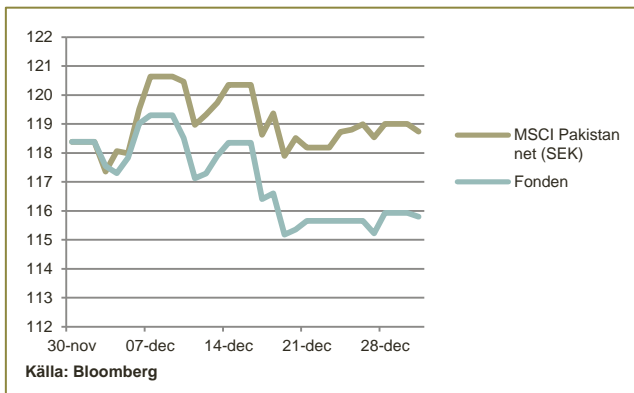
Källa: Bloomberg

Handelsvolymerna sjönk till USD 42 miljoner, jämfört med USD 53 miljoner under november. Utlänningar var nettosäljare i marknaden för första gången sedan januari 2012 med USD 7,7 miljoner. Något förvånande då vi tyckte oss se relativt god utländsk aktivitet i flertalet av de mest indextunga aktierna under månaden. En möjlig förklaring kan vara försäljningar i Unilever Pakistan där Unilever Overseas lämnat ett utköpserbjudande och där ett antal utlänningar återfinns på ägarlistan sedan tidigare. En tilltagande diskussion kring betalningsbalansen dämpade humöret.

### Fonden

Fonden föll 2,2% (SEK) under december, jämfört med marknaden som steg 0,3%. *Notera att kursangivelserna är per 31/12 (som ej var handelsdag och således skiljer sig från vår tidigare utskickade korta sammanställning tidigare utskickad). Detta för att få ett korrekt ingångsvärde gentemot alla officiella priskanaler under 2013.*

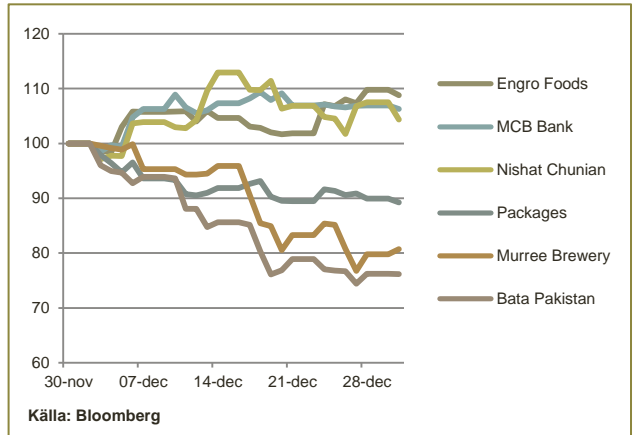
Diagram 9: Fonden vs marknaden under december



Källa: Bloomberg

Efter två månader av stark utveckling relativt marknaden och konkurrenter fick vi ge tillbaka en del avkastning under december då ett antal av årets hittills bästa innehav rekylade kraftigt. Bästa aktier under månaden var Engro Foods +9%, MCB Bank +6% och Nishat Chunian +4%. Sämsta aktier var Bata Pakistan -24%, Murree Brewery -19% och Packages -11%.

Diagram 10: Bäst och sämst under december



Källa: Bloomberg

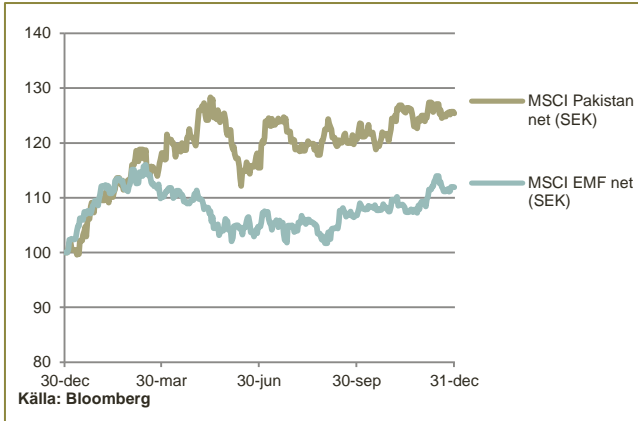
Vi gjorde en hel del ommöbleringar under månaden. Vi viktade upp energisektorn med närmare 7%. Vi tror sektorn har förutsättningar att bli en av de absolut bästa under 2013. Bolagen värderas i linje med marknaden (P/e 7-8) men bör mot bakgrund av den nya energipolicyn uppvisa högre vinsttillväxt än marknaden som helhet de närmaste åren. Sektorn ligger i våra ögon perfekt positionerad utifrån Pakistans behov om ökad inhemsk produktion av olja och gas och vad som nu ser ut som konkreta åtgärder för att åtgärda detta behov. Det finns ingen ekonomisk logik i att betala 30-50% mer för import än inhemsk produktion när importen därtill innebär en stadig dränering av valutareserven. De säkerhetspolitiska aspekterna behöver inte ens beaktas för att konstatera att det finns en tydlig logik varför Pakistan bör göra vad man kan för att maximera den inhemska produktionen av olja och gas. Efterfrågesituationen är mycket bra. 80% av all olja importeras idag och därtill överstiger efterfrågan på gas idag den faktiskt producerade med drygt 25% och detta gapet ökar stadigt. Bolagens intjäning är genom prissättningsmekanismen för olja och gas i princip valutasäkrad, något vi ser som positivt givet årets utmaningar kring betalningsbalansen och valutan. Vi tror det finns anledning att berätta mer om energisektorn under året. För att finansiera vår ökade position sålde vi hela innehavet i Arif Habib, stora delar av innehavet i Attock Refinery samt delar av innehavet i Hub Power. Det svåraste beslutet var Hub Power, en aktie vars defensiva kvaliteter vi verkligen gillar.

## Månadsbrev december 2012 - Tundra Pakistanfond

### Marknaden 2012

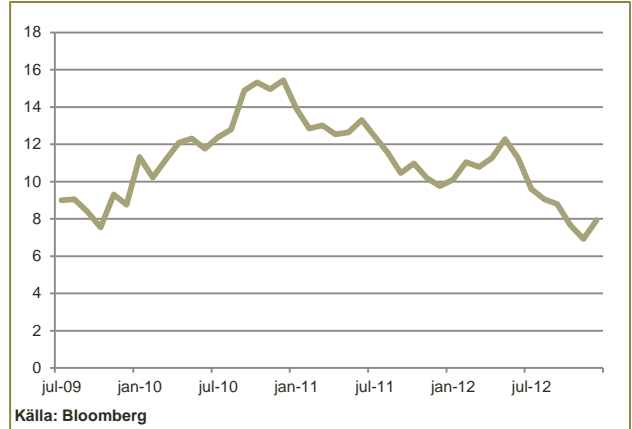
Med månadens uppgång stannade årets uppgång vid 25,4% (SEK), jämfört med 11,9% för tillväxtmarknader som helhet.

Diagram 11: Marknaden vs tillväxtmarknader 2012



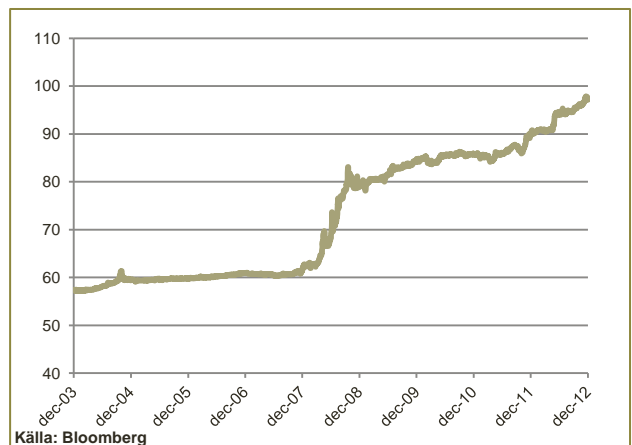
Den genomsnittliga handelsvolymen för 2012 stannade vid USD 50 miljoner, jämfört med USD 41 miljoner för 2011. Utlänningar var nettoköpare med USD 126 miljoner under 2012, medan de nettosålde USD 127 miljoner under 2011. Årets uppgång inleddes i mitten av januari i spåren av en införd skatteamnesti för undångömt kapital som erbjöds återföras utan straff via aktiemarknaden. Förbättrade relationer med NATO efter tragedin november 2011 bidrog sedermera. Marknaden fick efter halvårsskiftet extra fart av räntesänkningar om totalt 2,5% under andra halvåret. Från toppnivåerna i januari 2011 har räntan nu sänkts 5,5%. Inflationen har sjunkit mer än väntat under året. På årsbasis var inflationen i december 7,9%, ner från 12,3% på årsbasis i maj och 9,75% i december 2011. För första 6 månaderna av fiskala året (1 juli –30 juni) 2013 stannar inflationen på 8,3% i genomsnitt. Mat- och energipriser är de viktigaste påverkande delkomponenterna. Intressant att notera är dock att den lugnare prisutvecklingen i alla fall delvis påverkats av faktorer som kan ses som något mer långsiktigt hållbara, såsom t ex matimport från Indien avseende matpriserna samt avtagande energiprisantaganden avseende priset på bränsle. Vi kommer med stor sannolikhet se ett upptick i prisutvecklingen de närmaste 6 månaderna. Det står dock klart att förväntningsbilden för fiskala året 2013 justerats ned till "väl under tvåsiffriga tal". Detta ska ställas i relation till inflationsförväntningar på omkring 11-11,5% så sent som för ett år sedan.

Diagram 12: KPI 2009-2012 (årsbasis, %)



Rupee försvagades 12,5% mot svenska kronan under året och 7,4% mot USD. Detta har slagit i motsvarande utsträckning mot aktiemarknadens utveckling i SEK. Givet att den huvudsakliga risken inför 2013 är betalningsbalansen och dess potentiellt negativa effekt på valutan tycker vi den markanta försvagningen av rupee är ett sundhetstecken. Det indikerar såväl en medvetenhet i marknaden om riskbilden som att valutan ej i alltför väsentlig utsträckning hålls uppe av statliga interventioner. De fyra åren innan devalveringen 2008 (2004-2007) försvagades rupee totalt 7% mot USD. Under 2008 försvagades rupee sedermera 25% mot USD på tio månader. De fyra senaste åren efter devalveringen (2009-2012) har rupee försvagats totalt 18% mot USD. Även i ett negativt scenario för betalningsbalansen och rupee torde fallhöjden denna gången således vara lägre än vid senaste krisen och det finns en större medvetenhet kring riskerna.

Diagram 13: Rupee vs USD 2004-2012



## Månadsbrev december 2012 – Tundra Pakistanfond

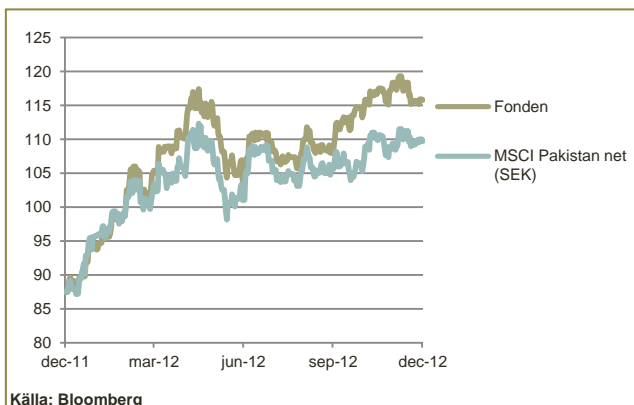
Årets bästa sektor blev föga oväntat dagligvaror med en genomsnittlig uppgång på 76% (SEK). En stor anledning var Engro Foods som steg imponerande 280%.

Tillsammans med DG Khan Cement (+150%) de två enda aktierna med god daglig omsättning som steg över 100%. Att banksektorn (+50%) utvecklades så starkt trots kraftiga räntesänkningar är sannolikt en effekt av ökande utländskt intresse. Energisektorn blev sämsta sektor med knappt 15% uppgång.

### Fonden under 2012

2012 blev ett bra år för fonden som steg 32,3% (SEK) jämfört med MSCI Pakistan net (SEK) som steg 25,4%.

Diagram 14: Fonden vs marknaden (SEK)



Trots en god relativ utveckling var det långt ifrån ett perfekt år. Vi missade ett stort antal investeringsmöjligheter men lyckades få huvuddragen något så när rätt. Vårt val att en relativt hög andel bolag med inriktning mot privatkonsumtion och ha en relativt låg andel energibolag bidrog positivt till avkastningen. Givet omviktningarna nämnda ovan går vi in i 2013 med tre sektorer som är ungefär lika stora: energi, bank och konsumentorienterade aktier. Som vi beskriver ovan tycker vi förutsättningarna för energisektorn förbättrats väsentligt inför 2013. Energisektorn tror vi kommer ge bäst relativ avkastning i en svag till försiktigt stigande marknad medan de två övriga sannolikt kommer gå relativt bättre i en riktigt stark marknad.

Konsumentorienterade bolag har haft ett starkt 2012 men vi tror detta är ett tillväxtcase som fortfarande är i sin linda. Detta är bolag man bör äga med minst tio års investeringshorisont. Vi behåller således en hög andel i fonden. Banksektorn är lite knepigare. Flera år av problem i västvärldens banksystem har påverkat även bankerna på tillväxtmarknader och skymmer det egentliga grundcasen vilket är att banksektorn oftast växer i linje med ett lands bruttonationalprodukt och på tillväxtmarknader än snabbare givet underpenetration av

banktjänster. De större pakistanska bankerna är generellt välkapitaliserade och givet att krisen 2008 är så pass nära i tiden har de varit försiktiga med utlåning under lång tid. Det kommer krävas ett par år av kraftigt expanderande balansräkningar innan kreditförluster blir ett större orosmoment. Ökande deltagande av utlänningar har inneburit att t ex MCB Bank gått lite väl bra relativt övriga banker. Det har föranlett oss att gradvis vikta ner aktien under året. Istället har vi adderat två mindre aktier (Askari Bank och Bank Alfalah) samt viktat upp vårt innehav i mindre populära Habib Bank som under 2012 gick om National Bank of Pakistan som Pakistans största bank i termer av totala tillgångar.

### Utsikter för 2013

De två viktigaste händelserna på förhand är parlamentsvalet och Pakistans hantering av betalningsbalansen på kort sikt. Potentiella "jokrar" är eventuella genombrott kring utländska direktinvesteringar, utländska portföljinvesterares agerande, MSCI EM inklusion samt eventuella större rörelser i energipriserna (där lägre priser är bra och högre priser dåligt).

### Parlamentsvalet viktigt...

I skrivande stund ser det ut som om parlamentsvalet sker i april (framflyttat 1-2 månader från tidigare indikationer om maj/juni). PPP som idag är största parti är inte populärt i näringslivet som hellre ser PML-N som största parti och regeringsbildare. Samtidigt har PPP, trots anklagelserna mot President Zardari (Benazhir Bhuttos man) avseende korruption, fått lite momentum. Fallande inflation och vissa framgångar i utrikespolitiken (Nato/USA och potentiella direktinvesteringar att presentera) läggs på pluskontot. Imran Khans PTI som det viskades en hel del om under våren har tappat momentum efter att offentligt hånats i pakistansk press för en något otydlig ekonomisk politik, rekrytering av partimedlemmar från "etablissemangen" (och således betraktade som korruperade) och därefter gjort en del olyckliga uttalanden i säkerhetspolitiska frågor. Det går dock inte att räkna ut honom. Pakistanier är hårda mot sina politiker men i slutändan väljer de någon. Trots den kritik vi hör riktas mot PTI från tidigare positiva betraktare upplevs partiet fortsatt som det minst korruperade alternativet och kan överraska i valet. Givet att det sker enligt plan blir det det första helt demokratiska maktskiftet i landets historia. Det är viktigt av fler anledningar. Pakistanska politiker ser att de faktiskt kan få 5 år på sig. Det innebär förhoppningsvis att de beslut som tas blir mer långsiktiga. Om du som politiker har en god chans att få sitta kvar även om du efter två år är mycket

## Månadsbrev december 2012 - Tundra Pakistanfond

impopulär vågar du också ta beslut som är långsiktig rationella. Även om du tappar många röster de första två åren har du ytterligare tre år på dig att se dina beslut bära frukt och återvinna förtroendet. Den andra viktiga faktorn är Pakistans anseende utomlands. Ett historiskt första helt demokratiskt överlämnande av makten vore ett första steg till en normalisering av perceptionen av landet. En lugn valprocess utan "större" attentat och ett ordnat överlämnande av makten är vad vi hoppas på. Utfallet blir mindre viktigt.

### ...men betalningsbalansen än viktigare

I våra ögon är dock Pakistans val av lösning på de kortsiktiga problemen med betalningsbalansen viktigare. Detta har varit och förbli vår primära oro och vi gör bedömningen att vår syn nu delas av flertalet investerare på aktiemarknaden.

För att rekapitulera - Pakistan har idag en valutaserv på omkring USD 13 mdr (varav USD 8 mdr hos centralbanken och USD 5 mdr (lättrörliga) hos kommersiella banker. Med nuvarande export och import tappar landet ca USD 300 miljoner av denna i månaden. Detta är små belopp skall sägas. USD 300 miljoner x 12 månader = USD 3,6 mdr = ca 1,5% i negativ s k bytesbalans av BNP. Många länder i världen har betydligt större bytesbalansunderskott. T ex Indiens underskott är 4%. Problemet för Pakistan är att det som normalt väger upp en negativ bytesbalans – utländska direktinvesteringar – i nuläget är obefintliga samtidigt som landet enligt en återbetalningsplan till IMF ska betala tillbaka USD 5 mdr under 2013 och 2014 (kalenderår). Pakistan behöver komma överens med IMF om att förändra återbetalningsplanen för att inte redan under 2013 nå den punkt där investerare mer aktivt undviker rupeerisk och således sänker valutan. Vi tror förutsättningarna är goda. Alla inblandade parter har 2008 (senaste valutakrisen) i färskt minne. Så länge Pakistans bytesbalans härrör sig från ett strukturellt underskott på energi (80% av all olja importeras) och landets tillgång till världsmarknaden fortfarande är delvis begränsad ser vi inte nyttan med en ytterligare försvagning i valutan. Det gäller dock att politisk prestige kan läggas åt sidan. Den perfekta överenskommelsen måste ge vika för en snabb överenskommelse. Om processen trots allt kompliceras och drar ut på tiden kommer vi sannolikt få se en större valutaförsvagning och återigen stigande inflation. Detta kommer skapa oro på aktiemarknaden och kortsiktigt innebära fallande aktiekurser. Vi är dock optimistiska. Inom några månader vet vi hur valprocessen utfaller och aktiemarknaden har en historia av att gå starkt

månaderna innan valet, trots en hel del politisk turbulens dessförinnan. Vi tycker oss också konstatera att alla falanger inom politiken är mycket väl medvetna om att någon form av överenskommelse med IMF är brådskande.

Förutsatt att dessa två trösklar passeras kan 2013 bli ett genombrottsår för Pakistan och det första steget tillbaka mot finrummet på tillväxtmarknader. Mycket går Pakistans väg just nu. Energipriserna ser inte ut att repetera de senaste (för Pakistan förödande) tio årens explosionsartade utveckling samtidigt som landets textilsektor finner nya marknader (Kina och Europa). Vi ser därtill positiva åtgärder inom energipolicyn som har möjligheter att minska importbehovet av olja och gas. Vi ser hur nyligen ett av Pakistans största kraftbolag, Kapco, planerar för ökad kolanvändning som ersättning till mångfalt dyrare eldningsolja i kraftgenerering. Thar Coal projektet i Sindhregionen, potentiellt en av världens största kolfyndigheter, får ses som en framtida joker och möjlig destination för investeringar. Därtill kommer Pakistans säkerhetspolitiska betydelse bli starkare inför, men framförallt efter, USAs utträde ur Afghanistan 2014. Den bästa vägen för ett säkerhetspolitiskt stabilt Pakistan är en välmående ekonomi. Utländska direktinvesteringar i allmänhet och framförallt investeringar i energisektorn behövs för att kickstarta ekonomin och få ekonomin att växa snabbare än nuvarande magra 3-4% om året. Att det florerar ett antal rykten på marknaden kring amerikanska direktinvesteringar är således inte konstigt. Det mest troliga är inom energisektorn. Pakistan har ett antal större energiprojekt, bl a vattenkraftsprojektet Diamer Basha, ett 4 500 MW vattenkraftprojekt, med en estimerad investeringskostnad på USD 11-12 mdr över de närmaste tio åren. En kombination av en gradvis integrering av Pakistan i världsekonomin samt signaler om en mer stabil politisk situation kommer innebära att fler investerare utvärderar möjligheterna i landet. Pakistan har goda förutsättningar att vara en mycket välmående ekonomi om 10 år och vägen dit brukar alltid vara den mest spännande perioden för aktieinvesteringar.

## Månadsbrev december 2012 – Tundra Pakistanfond

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 (SEK) | Notering svaluta | Förändr. 1 mån (lokal valuta) |
|---------------------------|------------------------|-------------------|---|---------|-----------|---------|--------------------|----------------------|------------------|-------------------------------|
|                           |                        |                   |   | FY2011A | FY2012A/E | FY2013E |                    |                      |                  |                               |
| National Bank of Pakistan | 7,6%                   | 941               | Pakistans näst största bank, fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning.                      | 5,3     | 5,2       | 5,3     | 14,1%              | -3,8%                | PKR              | -0,9%                         |
| OGDC                      | 7,2%                   | 8528              | Pakistans största olja- och gasbolag  | 12,5    | 8,9       | 7,6     | 4,0%               | -0,3%                | PKR              | 2,7%                          |
| Engro Foods               | 7,0%                   | 769               | Pakistans "Unilever" eller "Wim-Bill-Dann", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag, framförallt förpackad mjölk. | 149,4   | 33,0      | 23,0    | 0,0%               | 8,8%                 | PKR              | 12,0%                         |
| Pakistan Petroleum        | 6,6%                   | 2990              | Pakistans näst största olja- och gasbolag   | 8,7     | 6,8       | 6,4     | 5,3%               | -1,8%                | PKR              | 1,1%                          |
| Hub Power                 | 4,9%                   | 539               | Pakistans största kraftbolag, hög direktavkastning  | 9,3     | 6,9       | 6,3     | 13,5%              | 0,0%                 | PKR              | 3,0%                          |
| Pakistan Telecom          | 4,3%                   | 674               | Pakistans "Telia". Äger även mobilteleoperatören Ufone med 21 miljoner abonnenter.  | 8,4     | 9,3       | 6,3     | 10,1%              | -6,9%                | PKR              | -4,1%                         |
| Pakistan Oilfields        | 4,3%                   | 1065              | Pakistans tredje största oljebolag  | 9,5     | 8,4       | 7,3     | 12,1%              | -0,2%                | PKR              | 2,7%                          |
| MCB Bank                  | 4,1%                   | 1986              | Pakistans fjärde största bank, högst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%.                  | 9,2     | 8,9       | 9,2     | 6,2%               | 6,3%                 | PKR              | 9,4%                          |
| Lucky Cement              | 3,9%                   | 504               | Pakistans största cementbolag. Gynnas av utbyggnad av infrastruktur.  | 12,8    | 7,2       | 5,7     | 4,1%               | 2,2%                 | PKR              | 5,3%                          |
| Habib Bank                | 3,3%                   | 1470              | Pakistans största bank, historiskt hög och stabil avkastning på eget kapital  | 6,9     | 6,3       | 6,5     | 6,2%               | 2,3%                 | PKR              | 5,4%                          |

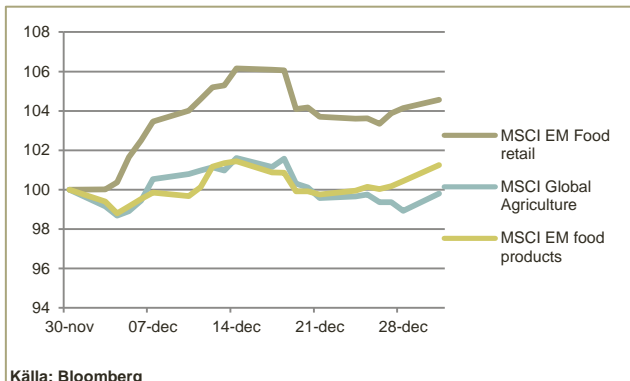
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Månadsbrev december 2012 - Tundra Agri & Food

### Marknaden under december

MSCI Emerging Markets Food Retail Index (SEK) steg 4,6% under månaden medan MSCI Emerging Markets Food Products Index steg 1,2% (SEK) och MSCI Global Agriculture Index sjönk 0,2%. Svenska kronan stärktes 2,4% mot USD under månaden.

Diagram 15: Marknaden under december (SEK)



Källa: Bloomberg

Bästa sektorindex för månaden var åter Food Retail Index liksom det var för hela året 2012.

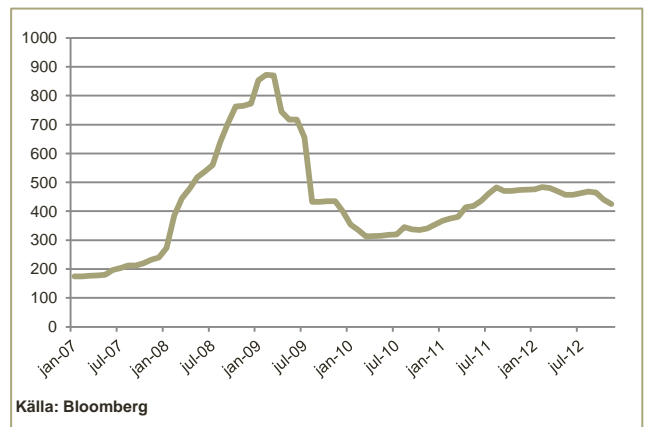
Livmedelsdetaljisterna har utvecklats väl under hela året och december var inget undantag. Bolagen "belönas" värderingsmässigt för sina stabila vinstmarginaler och samtidigt höga och stabila tillväxt som i många fall är strukturell. De största aktörerna i varje tillväxtmarknad har goda förutsättningar för dubbelsiffrig tillväxt i omsättning under en relativt lång period framåt. I en värld fylld av osäkerhet om global tillväxt och allmän konjunktur så är det ändå säkert att människor behöver äta. Värderingarna av dessa bolag har i vissa fall blivit höga men kan säkert bestå då det är svårt att hitta sektorer som har bra tillväxt med stabila marginaler. Nyhetsflödet för sektorn dominerades under december av fallande priser för mjuka råvaror. Vete föll mest, -10%, majs -7% och sojaböner -2% (SEK). Trots prisfallet i december är uppgångarna betydande sedan juni månads inledning, då vete stigit 15%, majs 34% och sojaböner 13%.

Anledningen till prisnedgångarna under december är att marknaden känner sig komfortabel med att produktionsökningarna av spannmål kommer vara betydande under 2013 med logiken att högre priser ska stimulera större skördar via mer användning av gödsel, bevattning etc. Detta är ett ganska vågat antagande då USA och Västeuropa mer eller mindre producerar med "fullt" kapacitetsutnyttjande, d v s produktivitetsoökningarna i västvärlden har varit begränsade de senaste åren trots stigande prisnivåer.

Vi har tidigare nämnt att det finns risk att priserna kommer vara högre under en längre tid än ett år då lagernivåerna av framförallt majs men även andra spannmål är de lägsta på 40 år. Dessutom är torkan i USA fortfarande omfattande. I stora delar av centrala USA var torkan fortfarande i slutet av december graderad som "extrem" eller t o m "exceptionell". Vidare är kvaliteten för det amerikanska höstvetet den sämsta sedan 2003. Under den senaste tioårsperiod har 45-65% av höstvetet varit av god kvalitet i slutet på december med undantag för 2003 då nivån var 31%. För närvarande är endast 33% av höstvetet av god kvalitet, vilket innebär att prisnedgången under december är något förvånande.

Även gödselpriserna har varit fallande trots historiskt sett höga spannmålspriser och förväntningar om ökad gödselanvändning för att öka nästa års skörd. Vi har tidigare nämnt att ökat utbud av kvävegödsel från nya anläggningar i Mellanöstern, framförallt Qatar, har skapat ett överutbud som pressat ureapriset (urea är den mest handlade formen av kvävegödsel). Även kaliumpriserna (potash) har varit fallande. Här finns inte lika frekvent handelsinformation men trenden är ändå nedåtriktad.

Diagram 16: Kaliumpriset (USD/ton)



Källa: Bloomberg

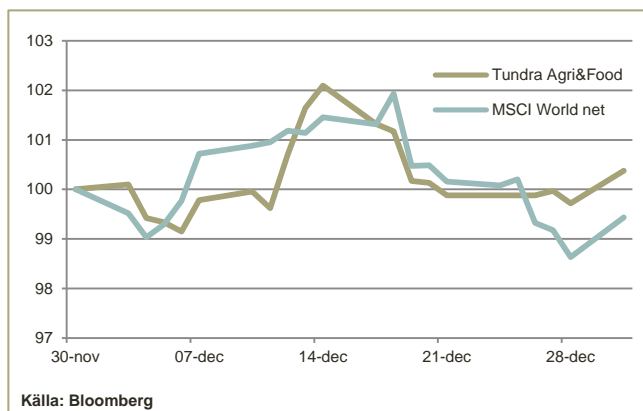
Precis efter periodens slut tecknade Sinofert, ett av Kinas största gödsel företag, ett avtal med tre kanadensiska leverantörer om ett pris på USD 400 per ton. Detta är USD 70 lägre än de avtal som slöts med samma leverantörer i mars 2012. Volymen är på 1 miljon ton under första halvåret 2013 och ger en tydlig indikation på att kaliumpriserna är svagare än tidigare förväntat.

## Månadsbrev december 2012 - Tundra Agri & Food

### Fonden under december

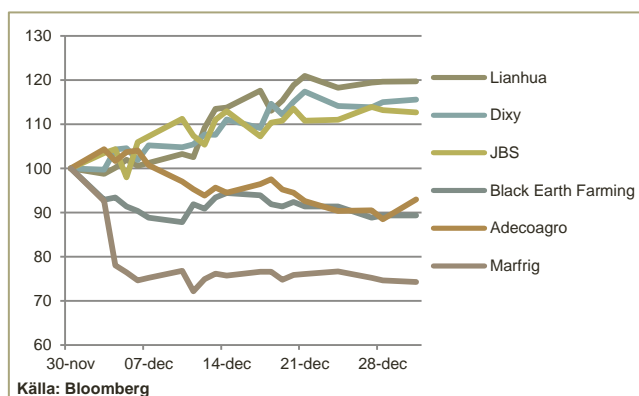
Tundra Agri & Food steg 0,3% (SEK) i december jämfört med MSCI World (SEK) som sjönk 0,6% och MSCI Emerging Markets (SEK) som steg 2,4% under samma period. (Vi har tidigare rapporterat i vårt kortfattade månadsbrev att fonden föll 0,3% och MSCI World (SEK) föll 1,4%, detta var fram till 28 december som var sista handelsdag för året. Ovan nämnda tal gäller för värdering per sista december då fonden inte kunde handlas utan bara var ett s k bokförings-NAV).

Diagram 17: Fonden vs marknaden



Vid månadens slut ägde fonden 39 aktier från 15 länder. Ryssland (26%), Kina (19%) och Brasilien (14%) är de tre länder fonden har störst exponering mot. Bäst utveckling i SEK under månaden uppvisade Lianhua (+20%), Dixy (+17%), JBS (+13%) och Sinofert (+13%). Sämst utveckling uppvisade Marfrig (-25%), Adecoagro (-11%), Black Earth Farming (-10%) och Packages (-10%).

Diagram 18: Bäst och sämst december



Två av de aktier som hade svag utveckling under december, Marfrig och Black Earth Farming, genomförde relativt stora nyemissioner i förhållande till sin storlek. I fallet Black Earth Farming passade fonden på att öka sin exponering under nyemission efter att ha minskat inför den samma. Förutom dessa två bolag genomförde även China Agri Industries nyemission under december som fonden deltog i.

Livsmedelsektorn i tillväxtmarknader är expansiv och tillväxtmöjligheterna är i många bolag mycket goda. Baksidan av detta är att bolagen kan komma att genomföra nyemissioner för att kunna utnyttja sina tillväxtmöjligheter. Efter 2008 har även bankerna blivit mer restriktiva att låna ut varför nyemission i många fall kan vara den enda vägen att finansiera expansion. Kortsiktig kan dessa nyemissioner vara negativt för kursutvecklingen, men i den mån kapitalet som investeras har bra avkastning är den negativa kursutvecklingen mest av temporär natur och kan vara ett tillfälle att köpa fler aktier.

### Marknaden under 2012

Den bästa sektorn inom livsmedelsområdet sedan fonden startade 3 februari har varit livsmedelsdetaljister (Food Retail) som stigit 10,2% (SEK). Uppgångarna för de två andra sektorer som MSCI följer och som vi bedömer har bäring på området har varit mer begränsade, +2,2% för jordbruksprodukter (Agriculture Products Index) och +2,2% för matproducenter i tillväxtmarknader (Emerging Markets Food Products).

Dominerande för nyhetsbevakningen av livsmedelsektorn under 2012 var den allvarliga torkan i USA. USA är världens största jordbruksproducent. Dess andel av världens totala uppodlingsbara mark är endast 8% men man producerade under 2011 19% av all spannmål och sojaböner i världen. Under 2011 producerade USA 35% av alla sojaböner och 36% av all majs i världen. Jordbruket i USA är storskaligt och maskinintensivt. Man använder gödsel på ett mycket effektivt sätt för att nå "rätt skördenivå" givet nederbördssituationen i varje område. I USA har man från 1970 till rekordskörden per hektar år 2009 fördubblat avkastningen av majs per hektar odlad mark.

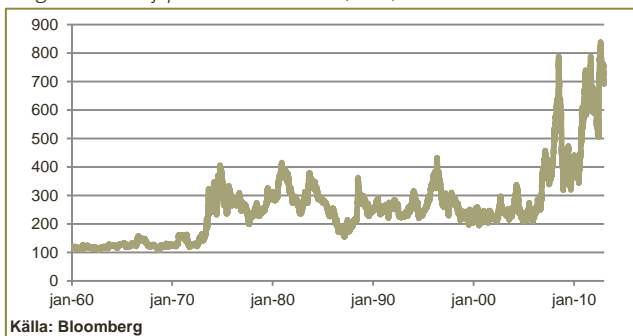
## Månadsbrev december 2012 - Tundra Agri & Food

Under 2012 hade USA sin värsta torka sedan 1956. I staten Missouri var mer än 80% av skörden i dåligt skick. Torkan i USA innebar stigande spannmålspriser. Sedan första juni 2012 till årsskiftet steg majs 34%, vete 15% och sojaböner 13% (SEK). De stigande spannmålspriserna har inneburit en betydande kostnadsökning för foder som berört all djuruppfödning. På kort sikt har djuruppfödare fått se sina marginaler pressas, men med viss eftersläpning annonseras prishöjningar.

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 p g a den svenska köttkonsumtionens ökade efterfrågan på importerat kött.

Torkan i USA synliggör problematiken att lagren på mjuka råvaror är låga med historiska mått mätt. Majslagren utgjorde nära 50% av en årskonsumtion år 1985. För närvarande är de omkring 10% av en årskonsumtion. Priserna kommer att behöva vara höga under en längre tid för att jordbruksproducenter ska investera tillräckligt för att lagren ska kunna återställas till normala historiska nivåer.

Diagram 19: Majspriset 1960 - 2012 (USD)



Det har även varit torrt i vissa delar av Ryssland och Ukraina vilket inneburit att t ex vetepriserna i Ryssland och Ukraina tidvis varit högre än priserna i Chicago, som är globalt benchmark för spannmålspriser.

En annan nyhet under 2012 var Kinas utökade import av livsmedel och spannmål. De senaste fem åren har importen av sojaböner ökat kraftigt. Under 2012 ökade importen av majs och tormjölks men även av ris.

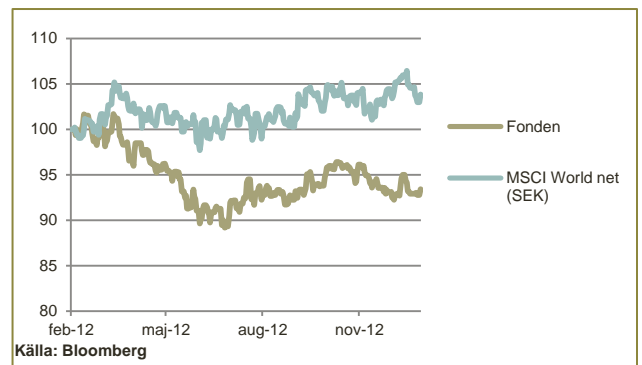
Stigande matpriser innebär ofta politisk oro i länder med lägre välbästand. Många menar att den Arabiska våren, som påbörjades i december 2010, utlöstes just av höga

matpriser. 2012:s händelseutveckling har dock ännu inte resulterat i samma prisuppgångar. FN-organet FAO:s internationella matprisindex steg 25% under december 2010. Under våren 2011 var prisökningarna nära 40% under några månader. Prisökningen under sommaren var som mest 14%.

### Fonden under 2012

Tundra Agri & Food föll 6,6% (SEK) sedan den 3:e februari 2012 då fonden startade jämfört med MSCI World (SEK), som steg 3,8%, och MSCI Emerging Markets (SEK), som sjönk 0,2% under samma period.

Diagram 20: Fonden vs marknaden 2012



Bäst utveckling i fonden sedan starten uppvisade Marine Harvest (+50%), Phosagro (+39%), Magnit (+39%) och Sun Art Retail (+25%), allt i SEK. Sämst utveckling under samma period uppvisade Wilmar International (-41%), Alpcot Agro (-35%), Trigon Agri (-34%) och Lianhua (-34%).

Eftersom påverkan på fondens NAV också handlar om hur stora positioner fonden har i varje aktie och hur mycket den positionen har varierat under året, är resultatet i SEK på värdepappersnivå något annorlunda. Mest positiv påverkan på resultatet i kronor inklusive utdelningar har Marine Harvest haft därefter Phosagro, Black Earth Farming och slutligen det innehav som varit det största under större delen av året, Indofood. Mest negativ inverkan på fondens NAV i kronor har varit Alpcot Agri, JBS, Marfrig och X5 Retail.

Den negativa avkastningen sedan start kan något förenklat delas in i fyra delar: kinesiska och indiska gödsel- och agrokemiföretag, jordbruksaktier med inriktning mot forna Sovjetunionen som är noterade i Stockholm, nötproducenterna i Brasilien samt specifikt två livsmedelsdetaljister – en i Kina och en i Ryssland som hade operationella problem under året, varför aktierna utvecklades svagt.



## Månadsbrev december 2012 - Tundra Agri & Food

Fonden har haft en relativt hög exponering mot gödsel- och agrokemibolag under året. Exponeringen ökades under hösten. Kursutvecklingen i framförallt de kinesiska och indiska gödsel- och agrokemibolagen har inte varit god sedan februari. Aktierna har förlorat 20-25% i värde. Det indiska agrokemibolaget United Phosphorous, som fonden ägt under det gångna året, föll 24% sedan i februari. Kinesiska China Blue Chem och Sinofert föll 20% respektive 19% sedan fonden startade.

Vi har tidigare kommenterat jordbruksföretagen med inriktning mot Ryssland och Ukraina som är noterade i Stockholm. Utvecklingen för alla tre aktierna Black Earth Farming, Alpcot Agro och Trigon Agri har varit mycket svag sedan fonden startade. Delvis handlar det om att samtliga dessa aktier har dålig likviditet men också om att många investerare har tappat tron på att dessa bolag någonsin ska bli lönsamma. Onekligen har besvikelserna sedan 2007-08, då dessa bolag startade, varit många. Under 2012 kommer dock antagligen alla tre uppvisa positivt resultat efter skatt för första gången. Samtliga tre har dessutom uppvisat operationellt positiva nyheter vilket bör kunna lyfta resultaten ytterligare under innevarande år. Vi har därför valt att behålla alla tre innehaven.

Nötproducenter har drabbats hårt av de stigande foderpriserna under året med pressade marginaler som resultat. Samtidigt är både JBS och Marfrig högt belånade, vilket har ökat pressen på bolagen ytterligare. I den andra vågskålen kan vi nämna att antalet nötkreatur i USA är den lägsta på många år på grund av de höga foderpriserna och förtida slakt av ännu ej fullvuxna djur. Detta skapar möjligheter för relativt höga prisökningar för nötkött under innevarande år. JBS själva tror på 20% prisökning på nötkött i USA under 2013.

Ett par enskilda aktieval har också bidragit negativt: Lianhua Retail i Kina och X5 i Ryssland. Båda bolagen har starka varumärken och marknadspositioner inom den expansiva livsmedelsdetaljistsektorn. Båda bolagen har dock haft problem att leva upp till marknadsförväntningar vad gäller marginaler och tillväxt. Vi har behållit båda aktierna och ser stor möjlighet till bra kursutveckling från den dagen ledningen i respektive bolag återfått kursen på bolagen. Med tanke på bolagens marknadsposition, varumärke och storlek bedömer vi det som fullt möjligt, men det är svårt att bedöma när detta kan ske.

### Erfarenheter inom ESG-området (Miljö, sociala frågor och bolagsstyrning)

Ethix SRI Advisors har agerat rådgivare till Tundra Fonder inom området ansvarsfulla investeringar under 2012. I fonden Tundra Agri&Food har Ethix SRI Advisors identifierat eventuella överträdelser mot FN:s normer inom området miljö, social hänsyn och bolagsstyrning. Vid allvarliga överträdelser inleder Tundra Fonder en dialog med bolaget ifråga kring överträdelserna. Arbetet inkluderar även dialog med berörda myndigheter, leverantörer och kunder. Dessutom investerar fonden inte i bolag som har 5% eller mer av sin omsättning i vapen, spel, alkohol (för förtäring – dock investerar fonden t ex i brasiliansk etanolproduktion) eller tobak. Under 2012 har Tundra Fonder varit engagerad i två allvarliga överträdelser, JBS och Cosan (*läs mer i Tundras presentation från Ethix seminarie som publicerades på vår hemsida 8 november 2012*).

### Utsikter för 2013

Innevarande år har stora förutsättningar att bli intressant inom området livsmedelsförsörjning. Enligt FAO behöver livsmedelssektorn i tillväxtmarknader investeringar om minst USD 100 mdr per år för att undvika orimligt höga priser på livsmedel eller t o m bristsituationer. Tundra Agri&Food erbjuder en bred exponering mot livsmedelsförsörjning på tillväxtmarknader. Fonden sprider sig både geografiskt och över flera delsektorer inom livsmedelsnäringen. Vi investerar från ax till limpa i hela värdekedjan: gödsel, jordbruk, livsmedelsproduktion och förädling samt detaljistverksamhet.

Torkan i USA och dess prismässiga effekter på spannmål i hela världen ger med all önskvärd tydlighet uttryck för hur ansträngd försörjningsbalansen i världen är. En bra skörd i USA detta år löser inte alla problem. Lagren på spannmål har varit minskande sedan mitten av 1980-talet. Ökande efterfrågan på livsmedel är i princip garanterad. Få sektorer kan hävda detta. Alla bolag inom värdekedjan behöver långsiktigt växa för att hinna med. De kommande åren kommer således bli intressanta ur ett investeringsperspektiv. Sektorn är dynamisk och det finns goda förutsättningar för nya bolag att etablera sig eller introducera sig på aktiemarknaden. En intressant sektor, som fonden investerar i, är de matproducenter som har ambitionen att klättra i värdekedjan och bygga egna varumärken. Vi lär få återkomma till dessa under 2013.

## Månadsbrev december 2012 – Tundra Agri & Food

Tabell 3: 10 största innehav Tundra Agri & Food

| Bolag               | Land         | Tundra vikt i portfölj | Börsvärde (USD m) | Kort beskrivning  | P/E     |         | FY2013E | Dir. avk. (förv.) | förändr. 1 mån (SEK) | Notering svaluta | förändr. 1 mån (lokal valuta) |
|---------------------|--------------|------------------------|-------------------|---|---------|---------|---------|-------------------|----------------------|------------------|-------------------------------|
|                     |              |                        |                   |   | FY2011A | FY2012E |         |                   |                      |                  |                               |
| Black Earth Farming | Ryssland     | 5,7%                   | 281               | Jordbruksföretag, en av världens största markägare  | neg     | neg     | 7,1     | na                | -10,6%               | SEK              | -10,6%                        |
| Brasil Foods        | Brasilien    | 4,2%                   | 18 008            | En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojaböner och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien  | neg     | 60,3    | 23,8    | 1,1%              | 12,3%                | USD              | 15,0%                         |
| Indofood            | Indonesien   | 4,0%                   | 5 307             | Störst på vidareförädlad mat i Indonesien   | 15,9    | 15,5    | 13,7    | 2,7%              | -2,9%                | IDR              | 0,0%                          |
| JBS                 | Brasilien    | 3,9%                   | 8 626             | Världens största producent av nötkött. Finns i alla världsdelar utom Afrika. Även betydande kyckling och fläskproducent.  | 35,9    | 17,8    | 11,1    | 2,1%              | 12,7%                | BRL              | 10,9%                         |
| China Bluechem      | Kina         | 3,8%                   | 1 170             | Ett av Kinas största gödsel-företag   | 10,8    | 10,1    | 9,3     | 3,8%              | 4,9%                 | HKD              | 7,4%                          |
| Almarai             | Saudiarabien | 3,7%                   | 14 624            | Största mejeriet i Gulfländerna med nästan 50% marknadsandel på mjölk och yoghurt. Har under senare år breddat verksamheten till bl a juicer och andra förädlade livsmedel. | 22,1    | 18,6    | 16,3    | 2,4%              | -5,3%                | SAR              | -3,1%                         |
| Sinofert            | Kina         | 3,7%                   | 1 722             | Ett av Kinas största gödsel-företag   | 15,8    | 13,5    | 11,9    | 1,5%              | 11,2%                | HKD              | 13,9%                         |
| Agrinos             | Mexiko       | 3,6%                   | 296               | Säljer och producerar biologisk jordförbättrare   | neg     | neg     | 3,3     | na                | -9,5%                | NOK              | -9,3%                         |
| Sun Art Retail      | Kina         | 3,6%                   | 14 596            | Livsmedelsdetaljst, störst i Kina inom stormarknadssegment  | 41,2    | 37,1    | 31,2    | 1,2%              | -2,9%                | HKD              | -0,5%                         |
| Adecoagro           | Argentina    | 3,3%                   | 150               | En av världens största privata markägare. Verksamma i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.                              | na      | 23,8    | 14,8    | 0,0%              | -7,0%                | USD              | -4,7%                         |

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder