

# TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV FEBRUARI 2013



## Månadsbrev februari 2013 - Tillväxtmarknader under februari

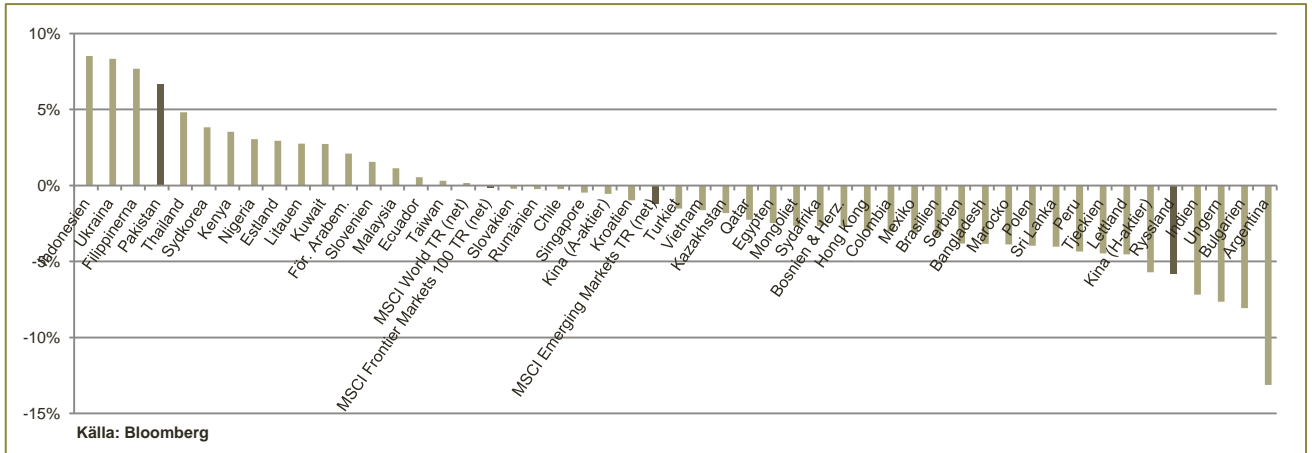
### Sammanfattning av februari

Februari blev en relativt ointressant månad för tillväxtmarknaderna. MSCI Emerging Market net index slutade månaden på +0,1% räknat i SEK. Att marknaden trots allt slutade oförändrad förklaras av en starkare USD – Räknat i USD stängde marknaden ned 1,3% under månaden. Gränsmarknaderna fortsatte utvecklas bättre än de traditionella tillväxtmarknaderna då MSCI Frontier Markets 100 net index steg 1,2% (SEK) under månaden. Tillväxtmarknaderna, såväl traditionella som gränsmarknader, gav en sämre avkastning än utvecklade marknader under den gångna månaden (MSCI World net steg 1,5% i SEK). Värt att notera är att S&P500 nu befinner sig kring all-time high.

Valet i Italien, korruptionsanklagelser mot Spaniens premiärminister Mariano Rajo och oro för ytterligare åtstramande åtgärder i Kina dominerade nyhetsflödet.

De bästa länderna under den gångna månaden har fortsatt vara flera av de sydostasiatiska länderna (Filippinerna, Indonesien och Thailand) drivet av stark inhemsk efterfrågan och relativt mindre beroende av den globala ekonomin. Även Pakistan, Ukraina samt två av de större länderna i Sub-Sahara, Nigeria och Kenya utvecklades starkt. De stora BRIC-länderna fortsatte utvecklas sämre än tillväxtmarknaderna som helhet. Hittills i år har tillväxtmarknaderna fallit med 0,8% (SEK), att jämföra med gränsmarknadernas +6,0% och MSCI Worlds 4,3%.

Diagram 1: Tillväxtmarknader februari 2013 (USD)

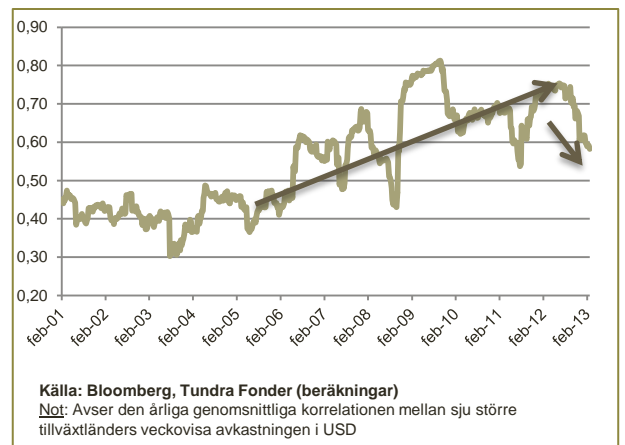


### Fallande korrelation på tillväxtmarknaderna

Aktiemarknaderna i tillväxtekonomierna har de senaste åren inte bara utmärkts av stor volatilitet utan också ovanligt hög korrelation\*, d v s aktier i till synes väsensskilda länder och sektorer har i hög utsträckning tenderat att röra sig likartat. När en aktie gått upp respektive ner har även den andra gått upp respektive ner. Studerar man dagens korrelationsnivåer (se Diagram 2) kan konstateras att:

1. Korrelationen har fallit det senaste halvåret och befinner sig nu på nivåer senast observerade före utbrottet av Eurokrisen 2011.
2. Sett över en längre tidsperiod tycks korrelationen ha följt en uppgående trend och befinner sig, trots de senaste månadernas nedgång, på historiskt mycket höga nivåer.

Diagram 2: Genomsnittlig korrelation mellan tillväxtmarknads-länder



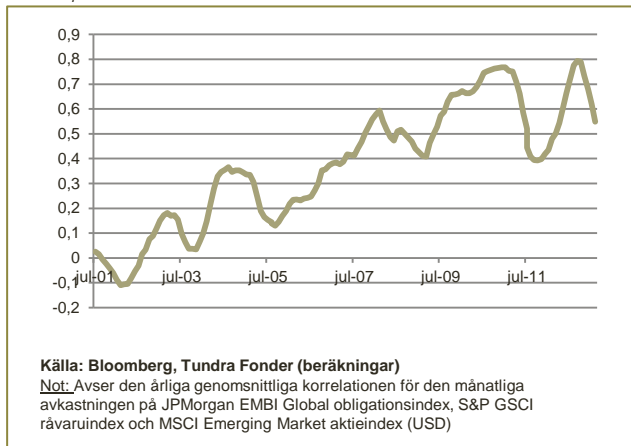
\* Korrelation är ett statistiskt mått som anger riktningen och styrkan på sambandet mellan två variabler. Korrelationen kan vara från -1 till +1, där -1 anger att två variabler rör sig i perfekt motsatt riktning/styrka.

## Månadsbrev februari 2013 - Tillväxtmarknader under februari

### Strukturella och cykliska förklaringar

Att korrelationen fallit men från en hög nivå är ett globalt fenomen och inte förbehållet tillväxtmarknaderna. Trenden gäller såväl mellan enskilda länder inom tillväxtregionerna som mellan enskilda aktier på samma marknad liksom mellan olika tillgångsklasser (se Diagram 3).

Diagram 3: Parvis korrelation mellan råvaror, globala obligationer och aktier på tillväxtmarknader



En enskilt dominerande faktor som förklaring till de historiskt höga nivåerna på korrelationen är svår att framhärda. Historiskt har förändringar i korrelationen på aktiemarknaden sammanfallit med förändringar i det allmänna makroekonomiska klimatet. Det kan t ex visas att under perioder med stigande arbetslöshet har också aktiemarknadens korrelation stigit. Detta är naturligt - den makroekonomiska utvecklingen är till sin natur system- och marknadsövergripande, en gemensam riskfaktor för merparten av kapitalmarknadens instrument. Ett alternativt tankesätt är att svag makroekonomisk utveckling ofta förknippas med osäkerhet bland investerare med avtagande likviditet och låg omsättning på börsen som resultat. Med begränsad likviditet tvingas en större del av handeln in i derivatmarknaden, inte minst indexterminer och swappar. Dessa är per definition korrelerade med marknaden som helhet.

En kompletterande förklaring är av mer strukturell karaktär: intåget av börshandlade fonder, ETF:er, och den ökade användningen av indexterminer. Statistik från Goldman Sachs visar att värdet av handeln med ETF:er med investeringsinriktning på S&P500 motsvarade 20% av värdet av handeln med S&P500:s underliggande aktier år 2006 men stigit till nästan 100% år 2012.

En snarlik bild föreligger också för indexterminer. Det ska dock noteras att en "hönan-eller-ägget"-fenomen döljer sig här: är framväxten av ETF:er och den ökade handeln med indexterminer ett resultat av marknadens efterfrågan på enkla sätt att handla en korrelerad marknad där investerare huvudsakligen spekulerar i om marknaden ska gå upp eller ner, eller har marknaden blivit mer korrelerad just därför att investerare numera kan handla ETF:er eller terminer?

En tredje förklaring är framväxten under det senaste decenniet av makrohedgefonder vars uttalade mål är att skapa avkastning genom att spekulera i makroekonomiska fenomen och marknadens riktning.

En fjärde förklaring är Kinas ökade betydelse för världsekonomin. Flertalet marknader är därmed numera på ett eller annat sätt avhängigt den kinesiska ekonomins utveckling. En ny gemensam riskfaktor har uppstått.

Det ska tilläggas att korrelationsnivån också har en säsongskomponent - under rapportperioder avtar korrelationen eftersom den företagsspecifika risken ökar i förhållande till systematisk risk.

### Köpläge för aktiva fonder?

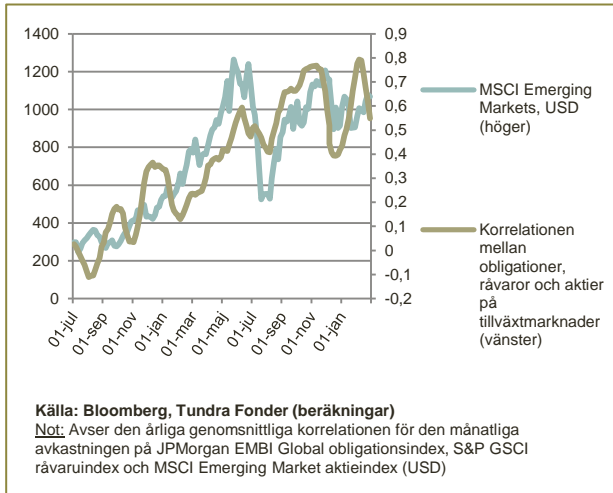
Varför är fallande korrelation av intresse för investerare? Korrelation är viktig både ur ett risk- och ett avkastningsperspektiv. Låt oss börja med riskperspektivet. Med strukturella förändringar som drivit fram en högre korrelation de senaste åren, ökar betydelsen av att diversifiera sin portfölj. Vad som för 5-10 år sedan utgjorde en väldiversifierad fond- eller aktieportfölj är idag troligen avsevärt mer riskfylld p g a de enskilda innehavens ökade korrelation sinsemellan. Intressant att notera i sammanhanget är de nya möjligheterna att investera i de sk gränsmarknaderna som vi skrev om i januari månadsbrev. Även om dessa marknader var och en för sig är aktiemarknader med avsevärd risk, är de relativt okorrelerade med många andra aktiemarknader. Genom att ha en del av portföljen i gränsmarknader har man därför möjlighet att reducera den totala risken i portföljen.

Ur ett avkastningsperspektiv är det också värt att följa korrelationen. Detta eftersom vi vet att stigande aktiemarknader historiskt i hög utsträckning har associerats med fallande korrelation (se Diagram 4).

## Månadsbrev februari 2013 - Tillväxtmarknader under februari

Därmed inte sagt att fallande korrelation driver stigande kurser. Snarare ska nog fallande korrelation ses som ett uttryck för stigande kurser. Men korrelationen ger oss möjlighet att verifiera trovärdigheten i stigande eller fallande kurser – om marknaden stiger utan fallande korrelation kan man misstänka att uppgången blir kortvarig och mindre kraftig.

Diagram 4: Sambandet mellan tillväxtmarknader och korrelation



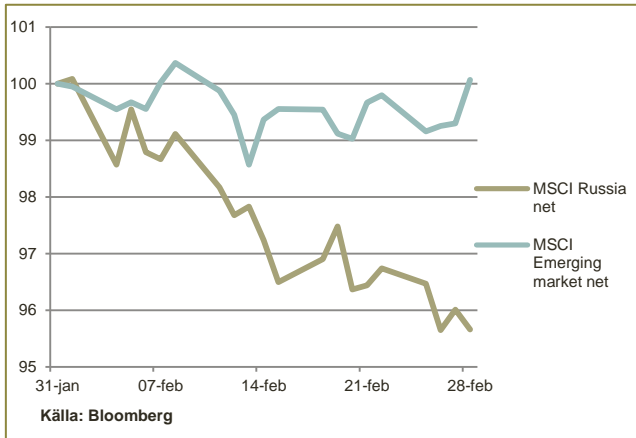
Ytterligare en aspekt är möjligheterna aktiv förvaltning spelar. Med fallande korrelation ökar möjligheterna för investerare att skapa meravkastning genom aktiv förvaltning. Med de senaste månadernas fallande korrelation ska man som fondinvestor se över hur aktivt förvaltade de fonder man är investerad i är. Aktivt förvaltade fonder (t ex mätt som tracking error, aktiv risk) ser idag ut som ett relativt mer intressant alternativ till ETF:er, börshandlade fonder, än för några månader sedan.

## Månadsbrev februari 2013 - Tundra Rysslandsfond

### Marknaden under februari

Den ryska marknaden, mätt som MSCI Russia Net, föll 4,3% (SEK) i februari, att jämföra med övriga tillväxtmarknader (MSCI Emerging Market Net), som steg 0,1%. USD stärktes 1,3% mot SEK under februari varför utvecklingen i USD var svagare än i SEK. Under de senaste 12 månaderna har ryska marknaden utvecklats 10 procentenheter sämre än tillväxtmarknader som genomsnitt.

Diagram 5: Ryska marknaden mot MSCI Emerging Markets (SEK)



Den ryska marknaden föll i linje med fallet i råvarupriser under februari. LMEs råvaruindex föll 3,5%, Brent föll 2,3% och till och med guld föll 5%, allt i SEK. Intressant var att oljepriset i USA, WTI, föll kraftigare (-4,3%) än Brent. De senaste 12 månaderna har Brent fallit 10,6% i SEK medan priset på olja i USA har fallit 15,5%. Per den sista februari var skillnaden i pris mellan Brent och WTI hela USD 19,3 per fat. Den kraftiga ökningen av gasproduktion i USA via bland annat skiffergasproduktion har haft en stark substitutionseffekt från olja till gas. I samband med skiffergasproduktion får man ofta olja som en biprodukt. Vi publicerade en längre rapport om detta ("Hur Nordamerika och ny teknik kan förändra spelplanen", juni 2012, uppdaterad version i oktober 2012, tillgänglig för nedladdning från vår hemsida). I december importerade USA mindre än 6 miljoner fat per dag vilket är den lägsta siffran sedan 1992. Med fallande konsumtion av olja och ökad produktion har USA:s import minskat kraftigt. Samtidigt ökar Kinas import stadigt – under december importerade landet 6,1 miljoner fat.

Bästa sektor i Ryssland under februari var Telekommunikation, som steg 3,3%. Sämsta sektor var Kraft, vilken föll 11,6%. Övriga sektorindex var samlade runt en nedgång på mellan -3,3% och -4,7%.

Intressant är att småbolagsindex endast föll 2,2% trots en stark uppgång i januari på 10%. Typiskt sett faller småbolagsindex ofta mer vid kursnedgång än breda storbolagsindex. Vi har nämnt tidigare att småbolag har utvecklats sämre än de breda indexen under de senaste två åren då aktiemarknaden haft ett mycket stort fokus på att investera i likvida aktier.

Två månader av bättre utveckling för småbolag kan inte kallas en trend, men potentialen är onekligen god i små- och medelstora ryska bolag. I snitt för kommande år förväntas omsättningen för de medelstora bolagen öka med 10%, vilket är dubbelt så mycket som för de stora bolagen. I den mån man kan lita på analytikernas prognoser blir tillväxtskillnaderna än större på 2-3 års sikt till medelstora bolags fördel. Avkastning på eget kapital i MSCI Russia Small Cap är 22% jämfört med 17% för stora bolag. Tundra Rysslandsfond har ägt en större andel medelstora bolag sedan lanseringen vilket var ett felaktigt beslut under stora delar av 2012. Nedan ses MSCI Russia Small Cap Index jämfört med MSCI Russia Net (marknaden som helhet) och Tundra Rysslandsfond.

Diagram 6: Tundra Rysslandsfond, MSCI Russia och MSCI Russia Small Cap (SEK)



Under februari genomfördes en börsintroduktion då den ryska börsen MICEX själv noterades. Aktier för omkring USD 500 miljoner såldes. Utöver det sålde en av huvudägarna i mail.ru, Alisher Usmanov (av Forbes utsedd till Rysslands rikaste man med en uppskattad förmögenhet på ca USD 17,6 miljarder), 7,4% av sina aktier till ett värde av drygt USD 500 miljoner. Dessa båda placeringar, tillsammans motsvarande drygt en miljard USD under en månad, dränerade den ryska aktiemarknadens likviditet betydligt. Som jämförelse var inflöden från utländska fonder till ryska aktiemarknaden endast USD 0,2 miljarder. Detta var ned från USD 1,1 miljarder under januari.

## Månadsbrev februari 2013 - Tundra Rysslandsfond

Viktigt att notera vad gäller den ryska marknaden är dess tudelade natur med en kategori av bolag fokuserade på den inhemska marknaden, vilka uppvisar god tillväxt, och en exportfokuserad sektor, där vinsterna faktiskt är fallande. Till den förstnämnda kategorin kan räknas bolag inom bygg- och fastighetssektorn liksom transportsektorn. Till exportorienterade bolag hör olje- och gasbolagen.

### Makro

Ryska ekonomin växte 1,6% i januari jämfört med 2,4% under december 2012. Denna tillväxtnivå är den lägsta sedan 2009. Industriproduktionen i januari var till och med fallande -0,8% (trots fler arbetsdagar under januari 2013 än januari 2012). Samtidigt steg inflationen under februari till 7,3% vilket var högre än marknadens förväntningar och högre än i januari (7,1%).

Förväntningarna är dock att den ryska ekonomin kommer att återhämta sig successivt under 2013. De flesta tillväxtprognoserna för helåret är +3 till +3,5%. När en trend med lägre inflationstakt kan noteras är det högst troligt att centralbanken börjar sänka landets styrränta. Förväntningarna är att inflationen kommer att kunna vara under 6% vid detta års utgång. Sänkt styrränta kommer att vara stimulerande för ekonomin genom dels ökad utlåning och dels genom sänkta kostnader för den befintliga lånestocken då få har bundna lån, varken i företags- eller hushållssegmentet.

För ganska precis ett år sedan den 18 mars 2012 blev Vladimir Putin återvald till Rysslands president. I sitt program så "lovade" han 5-6% tillväxt och att skapa 20-25 miljoner arbeten i högteknologiska sektorn. Ska han lyckas med detta och återfå den popularitet han förlorat så behöver han skapa en investeringsmiljö som både inhemska och internationella investerare är bekväm med. Det har publicerats reviderade siffror för kapitalflykten under 2012. Totalt lämnade USD 49 mdr landet. Enligt ryska centralbanken stod en mindre grupp av större ryska investerare för mer än hälften av det beloppet. Dessa siffror visar potentialen om Vladimir Putin kan skapa förtroende för att investera i Ryssland snarare än utanför.

### Politik

Det internationellt mest omnämnda enskilda fall om Ryssland under de senaste åren är det så kallade Magnitskijfallet. Advokaten Sergej Magnitskij gjorde egna undersökningar, där han anklagade ett antal ämbetsmän för bedrägeri och skattebrott mot sin

tidigare arbetsgivare, kapitalförvaltaren Hermitage Capital. Ämbetsmännen blev dock aldrig åtalade. Istället blev Magnitskij själv arresterad och dog under märkliga omständigheter i häktet efter att ha suttit där i ett år. William Browder, grundare av Hermitage Capital som var en av de första och största internationella investerarna i Ryssland under 90-talet, har därefter kämpat för rättvisa och upprättelse för sin tidigare medarbetare. I december 2012 skrev president Obama under "The Magnitsky Act" som förbjöd 60 ryssar som anses inblandade i Magnitskijfallet att besöka USA och att frysa dessa personers tillgångar i USA. Rysslands president Putin svarade två veckor senare med en lag som förbjuder amerikaner att adoptera ryska barn. Under februari kom en ny vändning i Magnitskijfallet då en rysk åklagare anklagar Browder för bedrägeri och att han brutit mot rysk lagstiftning då han köpt lokala Gazpromaktier under en tid då det var förbjudet för utlänningar att köpa dem. Om Browder blir dömd kan det få implikationer på andra utländska investerare. Under 90-talet var det mycket populärt att köpa lokala Gazpromaktier via bolagsstrukturer då rabatten mot Gazproms depåbevis som är noterat i London kunde vara 80-90%.

Vi har tidigare skrivit om embryot till en korruptionskampanj i Ryssland under hösten 2012. Korruptionen och den höga inflationen är de i särklass två mest negativa faktorerna i alla opinionsundersökningar bland ryssar. I februari avgick Vladimir Pekthin, som varit en av de ledande i Enade Ryssland sedan 1999. Han har under några månaders tid anklagats på internet, men även i vissa tryckta media, för att äga egendom utomlands, vilket är förbjudet om man har en plats i Duman. Pekthin var innan han avgick ordförande i etiska kommittén i Duman med speciellt ansvar för att övervaka sådana överträdelser. Sedan tidigare har två aktiva i Enade Ryssland lämnat Duman på grund av korruptionsanklagelser.

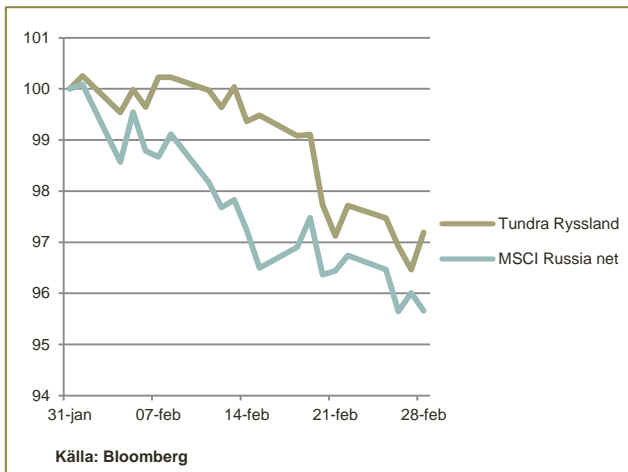
Vårt att notera är också att ryska centralbanken under februari rapporterade att av de 2,2 miljoner bolag som under 2012 gjorde betalningar via centralbanken, betalade hela 11% ingen skatt alls. Siffran är en indikation på potentialen i ökad regelefterlevnad i Ryssland.

## Månadsbrev februari 2013 - Tundra Rysslandsfond

### Fonden under februari

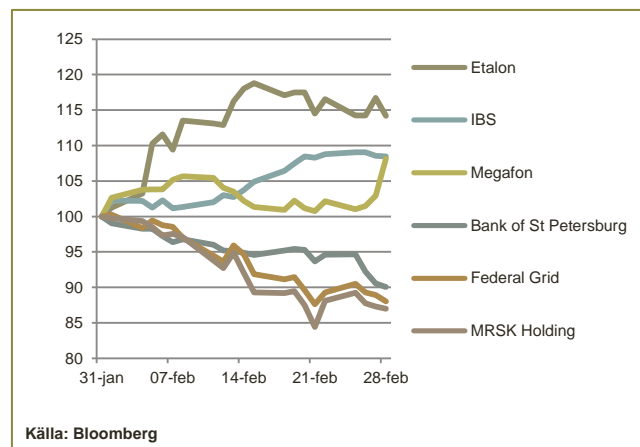
Tundra Rysslandsfond föll 2,8% (SEK) under februari månad, jämfört med marknaden (MSCI Russia Net, SEK) som föll 4,3% under samma period. Hittills i år har fonden stigit 3,1% medan index har fallit 0,6%.

Diagram 7: Fonden vs marknaden under februari (SEK)



Bäst utveckling (SEK) under månaden i fonden uppvisade Etalon (+14%), IBS (+8%) och Megafon (+8%). Sämst utveckling uppvisade MRSK Holding (-13%), Federal Grid (-12%) och Bank of St Petersburg (-10%).

Diagram 8: Bästa och sämsta aktier i fonden under februari



Under månaden utvecklades fonden 1,5% bättre än sitt jämförelseindex. Största positiva bidraget till överavkastningen stod undervikten i Energisektorn för (1,8%-enheters bidrag till relativavkastningen). Stort negativt bidrag (knappt -1%) kom från fondens övervikt i Kraftsektorn, ryska marknaden sämsta sektorn under februari. Inom sektorn var dock aktievalet tillfredsställande, då fondens innehav i

sektorn föll med 6,7% att jämföra med Kraftsektorn som helhet, vilken föll 11,6%. Övriga sektoravvikelse var mestadels positiva där den största var Informationsteknologi (+0,4%).

Under månaden köpte fonden tillbaka VTB. Aktien är relativt lågt värderad då den handlas omkring 80% av förväntat bokfört värde per sista december 2013. VTB växer snabbare än Sberbank, Rysslands största bank. Värderingen av vinsten har under de senaste åren alltid varit högre för VTB jämfört med Sberbank då de tidigare uppvisat högre tillväxttakt. För närvarande har båda ett P/E på 6x årets förväntade vinst. Den nuvarande lägre värderingen av VTB förklaras av att banken är i behov av en nyemission för att förstärka balansräkningen. Det finns dock en möjlighet att ryska staten hittar strategiska investerare till denna.

### Utsikter framöver

Under det senaste årtiondet har det skett en allmän diskussion om behovet av att Ryssland reformerar sin ekonomi och skapa en miljö som gynnar större utländska investeringar, men mycket lite har de facto gjorts för att främja detta mål. Att omvandla ekonomin har alltid verkat vara en ambition som skjuts upp till "nästa år". Detta för att oljerikedomar har upprätthållit en acceptabel nivå av tillväxt i landet.

Den ryska ekonomin växer dock numera inte alls i den takt som skulle behövas för att stora delar av befolkningen ska få fortsatt förbättrad levnadsstandard. De ledande politikerna fick en indikation på hur utbrett missnöjet är efter protesterna mot Dumavalet december 2011. I opinionsundersökningar har president Vladimir Putin fått succesivt minskat stöd de senaste åren. Under 2013 kommer antagligen ytterligare anti-korruptionsåtgärder att vidtas. Sannolikt kommer man även göra ett antal privatiseringar och möjliggöra för inhemska institutionella ägare att agera aktivt på aktiemarknaden, vilket ännu så länge inte varit möjligt då de måste garantera en årlig positiv avkastning.

En betydligt mörkare beskrivning står Politibyran 2.0 för i sin analys av Rysslands politiska situation. Den beskriver hur olika klaner med olika särintressen förlamar all politisk utveckling. Deras inbördesstrid omöjliggör reformer i landet. I praktiken har presidentens makt enligt denna rapport blivit än starkare då han agerar som domare och moderator mellan dessa klaner.

## Månadsbrev februari 2013 - Tundra Rysslandsfond

Tabell 1: 10 största innehav Tundra Rysslandsfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E			Dir. avk. (2013) %	förändr. 1 mån (SEK)	Noterings valuta	Förändr. 1 mån (lok valuta)
				FY2011A	FY2012E	FY2013E				
Sbebank pref	8,5%	80936	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	7,1	5,0	4,7	6,7%	-5,7%	RUB	-5,4%
LSR Group	6,2%	2444	Vertikalt integrerat byggbolag med fokus på billigare lägenheter	28,9	12,9	8,6	2,4%	-3,9%	USD	-5,4%
Sistema	5,6%	8420	Rysslands "Investor" eller "Kinnevik". Stor ägare i bl a MTS	50,7	12,4	5,4	3,2%	0,4%	RUB	0,8%
Global Trans	5,3%	2858	En av Rysslands största tågagnsoperatörer	8,9	9,1	7,8	4,6%	4,8%	USD	3,2%
MTS	5,2%	18050	Rysslands största mobilteleoperatör	21,3	10,2	6,9	6,4%	3,7%	RUB	4,0%
IBS Group GDR	5,2%	537	Rysslands största IT-företag	13,4	10,5	7,8	4,7%	8,5%	EUR	10,8%
Lukoil ADR	4,9%	55031	Rysslands största privat ägda oljebolag	4,6	4,5	4,6	4,8%	-2,6%	USD	-4,1%
Etalon ADR	4,8%	1637	Byggbolag med inriktning mot lägenheter i St Petersburg och Moskva	5,7	7,4	6,2	2,3%	14,2%	USD	12,4%
E.ON Russia	4,7%	5723	Rysslands mest effektiva kraftbolag	11,1	10,0	9,4	4,5%	0,5%	RUB	0,9%
VTB Bank GDR	4,7%	18975	Rysslands näst största bank	8,1	7,1	5,8	1,8%	0,9%	USD	-0,7%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

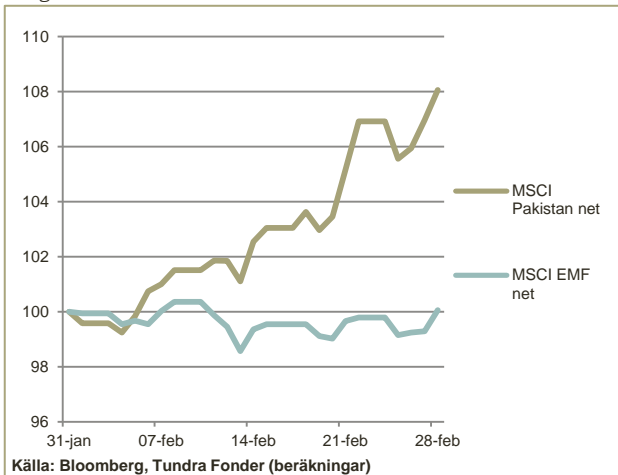


## Månadsbrev februari 2013 - Tundra Pakistanfond

### Marknaden

MSCI Pakistan Net (SEK) steg 8,1% under månaden jämfört med MSCI:s tillväxtmarknadsindex EMF Net (SEK) som steg marginella 0,1%.

Diagram 9: Pakistan vs tillväxtmarknader (SEK)



Utländskt köpintresse var den viktigaste anledningen till uppgången. Utlänningars nettoköp under månaden uppgick till USD 29 miljoner, jämfört med USD 15,4 miljoner under januari månad. Den genomsnittliga dagsomsättningen steg till USD 74 miljoner, jämfört med USD 42 miljoner föregående månad. Utlänningars köpintresse skall ses mot bakgrund av att gränsmarknadsfonder (frontier markets) hade nettoinflöden på knappt USD 300 miljoner under månaden (källa: EPFR). Vi såg ett antal analyser från globala mäklarhus där "möjligheterna i Pakistan" belystes.

Flertalet av de största bolagen har nu rapporterat kvartalsresultat. Om vi summerar resultatet ökade de 30 största bolagens vinster omkring 10% på årsbasis. En stor del av ökningen härrör sig till Pakistan Telecom, som mot bakgrund av högre vidarekopplingsavgifter från utlandet, vände en förlust till god vinst. Rensat för Pakistan Telecom ökade vinsterna med blygsamma 3% på årsbasis. Gödselbolagen uppvisar kraftigt lägre vinster mot bakgrund av svårigheter att få tillgång till gas och därmed lägre produktion. Tillika har bankerna det fortsatt tufft givet begränsad utlåning och lägre räntor på statspapper där överskottslikviden för tillfället parkeras. Cement, Kraft och Energi uppvisade alla god vinststillväxt i intervallet 10-50% på årsbasis. Bolagen med inriktning mot privatkonsumtion fortsatte att leverera över genomsnittet med vinststillväxt i intervallet 20-100%. Mycket av resultatförbättringarna härrör sig dock från högre marginaler. Effektivisering av produktionen och skalfördelar förklarar en del. Vi ser dock även mer

tillfälliga marginalförbättringar i form av lägre råvarukostnader, inputkostnader för framförallt för socker. Vi anar även att det mot bakgrund av den fallande inflationen blivit något svårare att höja priserna inom livsmedelssektorn, något som avspeglas i något lägre omsättningstillväxt (10-20%) än förväntat.

Utöver bolagsrapporterna kom ett viktigt beslut från ekonomiska planeringskommittén, ECC, angående gödsel företagets möjligheter att på egen hand sluta avtal med gasproducenter. Engro Corporation, moderbolaget till Engro Foods, är det hårdast drabbade bolaget av gasbristen och steg kraftigt under månaden. Möjligheten för Engro Corp, som historiskt har varit ett av de bäst ansedda bolagen i Pakistan, att återuppta normal verksamhet bidrog till den mer optimistiska stämningen på marknaden bland lokala aktörer.

Politiskt var det en lugn månad. Ett antal attentat drabbade befolkningen och föranledde nya konspirationsteorier om försök till destabilisering innan valet. Militärens överbefälhavare General Kayani gick åter ut i ny intervju där han uttryckte sitt fulla stöd för den demokratiska processen och vikten av att militärens beblandning minimeras. Valtidpunkten är det alla investerare väntar på. I nuläget är förväntningarna om att interimsregeringen tar över i mitten av mars och att valet därmed hålls i mitten på maj. Det bör poängteras att, trots att sannolikheten nu ser ut att vara mycket god för det första demokratiska överlämnandet av makten någonsin, fortsätter internationell media att uttrycka en ganska negativ bild kring utsikterna för ett relativt ostört val. I mitten av maj har vi facit.

Diskussionen kring betalningsbalansen har hamnat något i skymundan givet det ökade utländska intresset. Det kvarstår dock som vårt största hot mot marknadsutvecklingen 2013. Ett nytt avtal med IMF alternativt annan finansiering för att överbrygga återbetalningarna till IMF (låg sannolikhet) behöver vara på plats innan hösten. Risken är annars att valutan försvagas markant, vilket kommer ge en märkbart negativ effekt på aktiemarknaden. Läs mer om riskerna i bl a vårt månadsbrev för maj 2012.

*Presstopp:* Strax innan publikationen av detta månadsbrev (10 mars) signerade Pakistan och Iran det av USA hårt kritiserade gasavtalet där Pakistan förbinder sig att importera iransk gas. Vi ser det som en sista införskaffad politisk poäng av avgående president Zardari (populärt att gå emot USA). Potentiellt skulle ett

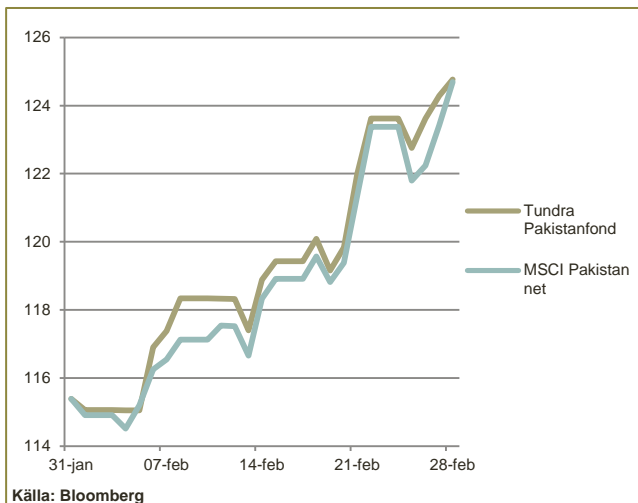
## Månadsbrev februari 2013 - Tundra Pakistanfond

färdigställande kunna innebära sanktioner mot Pakistan. Denna risk kan innebära oro i aktiemarknaden på kort sikt. Givet att en interimsregering snart tar över och vi sannolikt i mitten av maj har en ny regering på plats (som kan svära sig fri från allt eventuellt ansvar) kan det dock vara svårt för USA att motivera verkställande av sådana. Därtill finns det från USAs sida ett behov av goda relationer med Pakistan inför att USA planerar lämna Afghanistan 2014.

### Fonden

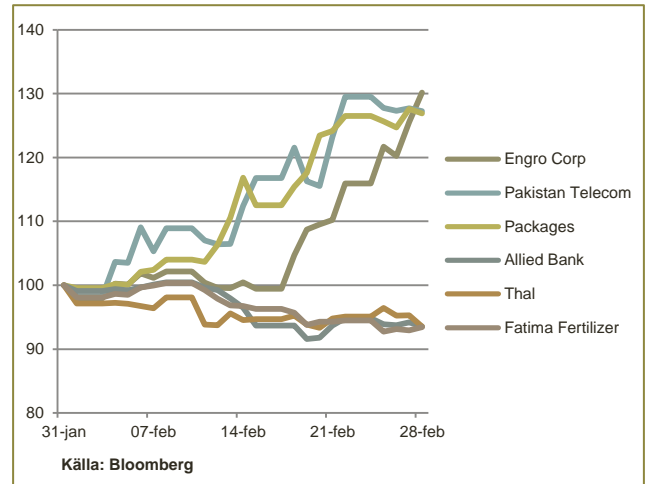
Fonden steg 8,1% under månaden vilket var i linje med marknaden som helhet.

Diagram 10: Tundra Pakistanfond mot marknaden



Rupee stärktes 1% mot svenska kronan under månaden, vilket bidrog motsvarande till avkastningen. Fondens bästa positioner under februari var Engro Corp +30%, Pakistan Telecom +27% (läs mer om bolaget i månadsbrevet för februari 2012) och Packages +27%, (läs mer om bolaget i månadsbrevet för september 2012). Fondens sämsta positioner under månaden var Fatima Fertilizer -7%, Thal -6% och Allied Bank -6%.

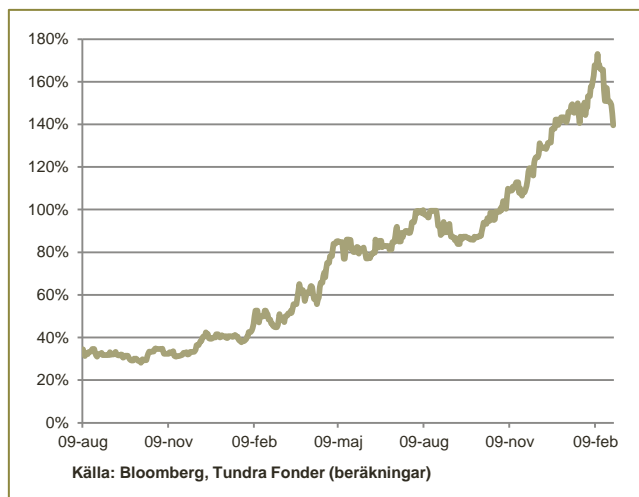
Diagram 11: Bästa och sämsta aktier i fonden under februari



Vi valde under månaden att minska vår position i Engro Foods från drygt 7% till under 5% och istället investera denna likvid i Engro Corp. I Engro Foods fall ökade vi positionen så sent som i oktober med mycket tursam timing. Sedan dess har aktien stigit närmare 80%. Vi tror fortsatt mycket på bolagets framtidsutsikter men har valt att för tillfället ta en del pengar från bordet. Engro Corp tog på sig stora skulder i samband med investeringen i en ny gödsselfabrik. Investeringen gjordes med statliga garantier om en viss gastillförsel till ett förutbestämt pris. I takt med att Pakistans gasbrist blivit mer akut har Engro erhållit betydligt mindre gas än tänkt. Under perioder har verksamheten i princip stått stilla. Detta har inneburit att bolaget fått svårt att sköta återbetalningar av lån vilket aktualiserat en omstruktureringsrisk. Ett nytt beslut från ECC möjliggör dock för Engro Corp att förhandla direkt med gasproducenter och således förbipassera den centrala allokeringen. Det innebär att bolaget ges möjlighet att återuppta normal produktion i sina gödsselfabriker inom ett år. Osäkerheten kring bolagets finansiella situation har pressat kursen under en lång tid. Det finns dock stora värden i Engro Corp. BI äger bolaget 88% av Engro Foods. När Engro Foods börsnoterades i augusti 2011 utgjorde innehavet PKR 33/Engroaktie, jämfört med kursen i Engro Corp på PKR 95. Vid februari 2013 månads utgång utgjorde värdet på Engro Foods aktierna PKR 169/Engroaktie samtidigt som Engroaktien stod i PKR 121.

## Månadsbrev februari 2013 - Tundra Pakistanfond

Diagram 12: Värdet på ägda Engro Foods-aktier som procent av Engro Corps börsvärde



En normaliserad produktion i Engro Corps gödselafabriker innebär även att värderingen av dessa tillgångar kan normaliseras. Jämnstora Fauji Fertilizers företagsvärde (börsvärde plus nettoskulder) är omkring PKR 147 mdr. Om vi applicerar detta på Engro Corp och drar ifrån bolagets skulder blir detta omkring ytterligare PKR 70/aktie i värdering.

Det kan inte uteslutas att den nu föreslagna lösningen för Engro Corp förändras/försämras. Vi har t ex ett val runt hörnet, även om bolaget anses ha starkare kopplingar till en del av de oppositionella partierna. Givet att bolagets finansiella problem föranletts av att pakistanska staten faktiskt inte lyckats leva upp till innehållet i ett fastställt avtal ser vi det dock som mycket osannolikt att Engro tvingas till en ofördelaktig omstrukturering. Bolaget är ett av Pakistans absolut bästa med en entreprenörsstyrd ledning med ett mycket bra track record. I ett positivt scenario kan detta bli en framtida favoritaktie bland utländska investerare med potential att dubblas framöver. Detta har föranlett oss att ta vår position till något mer rättvisande givet bolagets storlek och vikt i aktiemarkanden.

Tabell 2: 10 största innehav Tundra Pakistanfond

Bolag	Tundra vikt i Börsvärde portfölj (USD m)	Kort beskrivning	P/E			Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån (SEK)	Noterings valuta	Förändr. 1 mån (lokal valuta)	
			FY2011A	FY2012A/E	FY2013E					
OGDC	7,7%	9180	Pakistans största olja- och gasbolag	13,6	9,7	8,2	3,9%	9,2%	PKR	8,0%
Pakistan Petroleum	7,6%	3097	Pakistans näst största bank, fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning	9,1	7,1	6,4	2,8%	4,5%	PKR	3,4%
National Bank of Pakistan	7,3%	1024	Pakistans näst största bank, fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning	5,9	6,0	6,3	13,0%	5,6%	PKR	4,5%
Pakistan Telecom	5,7%	901	"Pakistans Telia". Äger även mobilteleoperatören Ufone med 22 miljoner abonnenter.	neg	24,9	7,4	7,5%	27,2%	PKR	25,9%
Hub Power	5,3%	619	Pakistans största kraftbolag, hög direktavkastning	10,8	8,0	7,2	12,1%	9,5%	PKR	8,4%
Engro Corp	5,0%	631	Pakistans ledande konglomerat, stora inom gödsel och livsmedelsindustri	7,7	29,6	13,0	1,3%	30,2%	PKR	28,8%
Pakistan Oilfields	4,6%	1157	Pakistans tredje största oljebolag	10,4	9,3	8,4	11,4%	7,4%	PKR	6,3%
MCB Bank	4,4%	2171	Pakistans fjärde största bank, högst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%	10,1	9,8	10,5	5,9%	10,1%	PKR	8,9%
Engro Foods	4,4%	1000	Pakistans ledande mejeriproducent, framförallt förpackad mjölk	196,3	42,3	28,3	0,0%	22,7%	PKR	21,4%
Habib Bank	3,9%	1434	Pakistans största bank, historiskt hög och stabil avkastning på eget kapital	6,8	6,2	6,3	6,5%	-1,0%	PKR	-2,1%

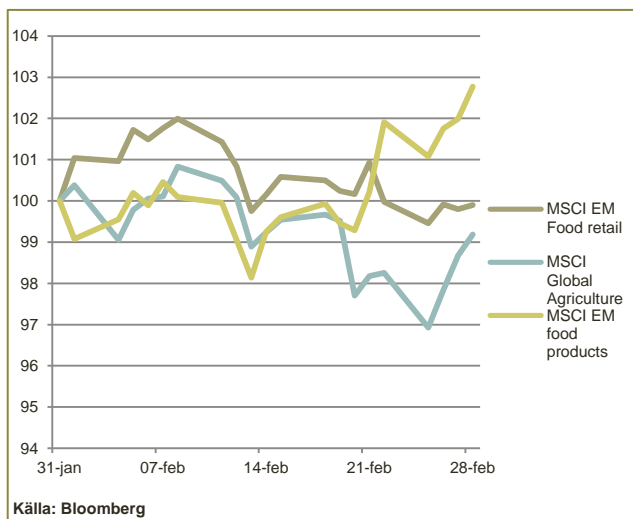
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Månadsbrev februari 2013 - Tundra Agri & Food

### Marknaden under februari

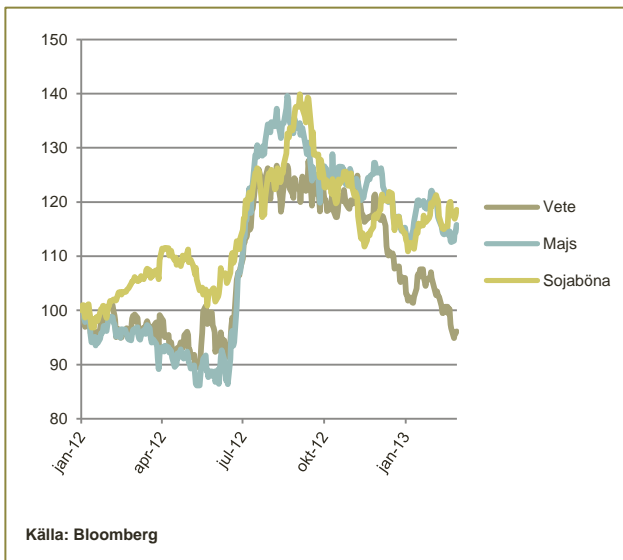
MSCI Emerging Markets Food Retail Index (SEK) föll 0,1%, MSCI Emerging Markets Food Products Index (SEK) steg 2,8% medan MSCI Global Agriculture Index sjönk 0,8%. Svenska kronan försvagades 1,3% mot USD under månaden. Hittills i år är bästa delsektorn Agriculture Products Index, d v s primärt gödselproducenter och ägare av jordbruksmark, som stigit 2,9%. Livsmedelsdetaljister i tillväxtmarknader har sjunkit 3,2% under årets två första månader.

Diagram 13: Marknadsutveckling under februari (SEK)



Nyhetsflödet inom livsmedelssektorn under februari dominerades fortfarande av huruvida torkan i USA kommer få långsiktiga följder för priser eller inte. I februari publicerade amerikanska jordbruksdepartementet, USDA, en prognos 2013:s majsskörd där man spår 35% större volymer än under 2012. Vad gäller sojaböner tror man på 13% större volymer. Deras positiva hållning till skördevolymerna för kommande säsong i USA har medfört ett säljtryck på amerikanska spannmålspriser under senaste tiden. Mot USDA:s volymprognos ska sägas att detta kräver fördelaktigt väderutfall och många marknadsanalytiker ställer sig därför tveksamma till stora prognostiserade volymtillväxten. Det ska i sammanhanget också nämnas att de globala lagernivåerna av bl a majs är låga, vilket kan ha en stödjande effekt på priset.

Diagram 14: Prisutvecklingen på vete, majs och sojaböner



### Afrika

Världsbanken konstaterar i sin nytgivna rapport "Growing Africa" att livsmedelsmarknaden i Afrika förutspås öka med mer än 200% de närmaste knappt 20 åren. Afrika står för 50% av all outnyttjad jordbruksmark i världen. I ett globalt perspektiv finns stor potential att öka livsmedelsproduktionen i forna Sovjetunionen, Latinamerika och Afrika. Produktionen kan förbättras dels genom att utnyttja mark som i dagsläget inte används, men lika viktigt är att höja avkastningen på den odlingsmark som redan nyttjas. Världsbanken räknar med att det finns 450 miljoner hektar mark i Afrika som inte är skog, skyddad eller befolkad.

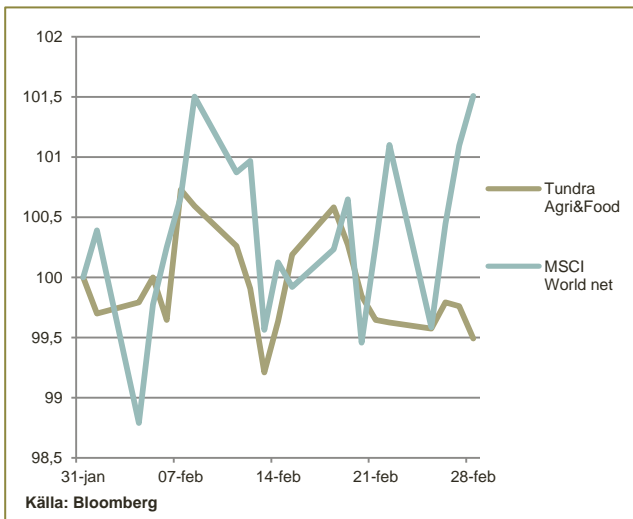
Infrastrukturen i Afrika både vad det gäller transport och lagring är generellt sett undermålig. Världsbanken räknar med att så mycket som 15-20% av skörden går förlorad innan den kan konsumeras pga av bristande infrastruktur, framförallt lagring. Med potentialen som Världsbanken ser i sub-Sahara eller SSA (Afrika mellan Nord- och Sydafrika) är det idag anmärkningsvärt att hela området sub-Sahara exporterar mindre livsmedel än Brasilien, Indonesien och Thailand exporterar var och en. Den största potentialen för sub-Sahara och livsmedelsproduktion ser Världsbanken i ris, fodergrödor, kyckling, mejeri och grönsaker.

## Månadsbrev februari 2013 - Tundra Agri & Food

### Fonden under februari

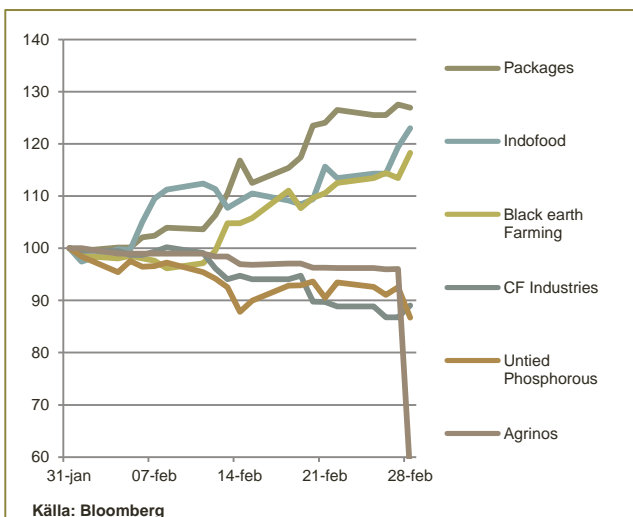
Tundra Agri & Food föll 0,5% (SEK) i februari jämfört med MSCI World (SEK) som steg 1,5% och MSCI Emerging Markets (SEK) som steg 0,1% under samma period.

Diagram 15: Fonden vs marknaden



Vid månadens slut ägde fonden 40 aktier från 16 länder. Ryssland (24%), Kina (17%) och Brasilien (14%) är de tre länder fonden har störst exponering mot. Bäst utveckling i SEK under månaden uppvisade Packages (+27%), Indofood (+23%) och Black Earth Farming (+18%). Sämst utveckling uppvisade Agrinos (-44%), United Phosphorous (-14%) och CF Industries (-11%).

Diagram 16: Bästa och sämsta aktier i fonden under februari



Den verkligen stora besvikelsen under februari är utvecklingen i Agrinos. Agrinos säljer jordförbättring i flytande form. Det är ett norskt bolag med tidigare företagsledare från Yara och Norsk Hydro och där Syngenta köpte 4% av bolaget i augusti 2012. Mer än 80% av verksamheten finns i Mexiko där Agrinos har fått sina produkter godkända och certifierade av lokala jordbruksdepartementet.

Tundra Agri&Food investerade i en private placement i Agrinos några veckor efter att Syngenta hade annonserat sin investering och till samma kurs. I samband med helårsrapporten uppvisade Agrinos mycket överraskande kreditförluster motsvarande 10% av hittills genomförd försäljning. Bolaget ändrade samtidigt sina principer för när de bokför en försäljning. Tidigare bokförde bolaget försäljning när distributörerna köpt in produkter. På grund av de mycket långa kredittiderna har Agrinos fram till nu inte fått betalt förrän bonden har skördat, vilket i praktiken har inneburit kredittider på 12-18 månader och, med facit i hand, relativt höga kreditförluster. Aktiemarknadens reaktion har varit mycket kraftigt negativ på den rapport som publicerades den sista februari.

Agrinos har uppvisat mycket goda resultat av sina produkter i en mängd olika tredjepartstester. Vi har även varit i kontakt med Adecoagro i Argentina som har testat och utökat testerna av Agrinos produkter.

Mer glädjande under februari var att fondens två största innehav Black Earth Farming och Indofood utvecklades väl. Efter periodens utgång har vi minskat våra innehav i båda bolagen. Vi har en fortsatt positiv syn på utvecklingen i båda bolagen men vill inte att enskilda positioner utgör alltför stor del i fonden.

Fonden behåller något högre vikt mot gödsel företag och jordbruksproducenter. Med bakgrund av vår syn på spannmålspriser för 2013 bör omvärdering av dessa sektorer ske. Båda sektorerna hade en relativt svag utveckling under 2012.

## Månadsbrev februari 2013 - Tundra Agri & Food

Tabell 3: 10 största innehav Tundra Agri & Food

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E			Dir. avk. (2013)	förändr. 1 mån (SEK)	Noteringssvaluta	förändr. 1 mån (lokal valuta)
					FY2011A	FY2012E	FY2013E				
Black Earth Farming	Ryssland	7,3%	283	Jordbruksföretag, en av världens största markägare	na	11,8	7,6	0,0%	18,3%	SEK	18,3%
Indofood	Indonesien	4,7%	5494	Störst på vidareförädlad mat i Indonesien	20,7	20,1	17,9	2,1%	23,0%	IDR	20,7%
JBS	Brasilien	4,5%	11352	Världens största producent av nötkött. Finns i alla världsdelar utom Afrika. Även betydande kyckling och fläskproducent.	41,4	20,6	12,0	1,9%	-8,0%	BRL	-10,1%
Brasil Foods	Brasilien	4,1%	19369	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojaböner och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien	48,1	22,3	17,3	1,6%	-1,2%	USD	-2,7%
Almarai	Saudiarabien	3,6%	7066	Största mejeriet i Gulfländerna med nästan 50% marknadsandel på mjölk och yoghurt. Har under senare år breddat verksamheten till bla juicer och andra förädlade livsmedel.	18,3	16,3	13,6	2,8%	0,0%	SAR	-1,5%
Sinofert	Kina	3,6%	1757	Ett av Kinas största gödsel-företag	15,7	13,1	11,5	1,5%	1,1%	HKD	-0,5%
China Bluechem	Kina	3,5%	1272	Ett av Kinas största gödsel-företag	9,5	9,3	8,4	4,1%	-9,3%	HKD	-10,8%
Shoprite	Sydafrika	3,2%	2466	Livsmedelsdetaljst, i Sydafrika men även bl a i Nigera	27,0	24,5	20,8	2,4%	2,9%	ZAR	2,0%
Sun Art Retail	Kina	3,1%	13876	Livsmedelsdetaljst, störst i Kina inom stormarknadssegment	39,7	36,0	30,7	1,3%	-2,7%	HKD	-4,3%
Adecoagro	Argentina	3,0%	1039	En av världens största privata markägare. Verksamma i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.	na	28,8	13,1	0	-6,2%	USD	-7,6%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Appendix I – Utveckling aktiemarknader

	Avkastning i lokal valuta				Avkastning i SEK			
	Februari 2013	3 månader	Hittills i år	12 månader	Februari 2013	3 månader	Hittills i år	12 månader
<b>Tillväxtmarknader</b>								
MSCI Emerging Markets TR (net)	-1,3%	5,0%	0,1%	1,3%	0,3%	1,7%	-0,6%	-0,3%
Brasilien	-3,9%	-0,1%	-5,8%	-12,9%	-1,7%	4,3%	-3,3%	-26,1%
Chile	0,1%	10,1%	6,0%	0,8%	1,4%	8,5%	6,5%	0,2%
Colombia	-1,0%	4,8%	0,8%	0,8%	-1,4%	1,6%	-2,3%	-3,3%
Egypten	-2,1%	14,2%	0,5%	5,1%	-0,9%	0,2%	-5,9%	-7,4%
Filippinerna	7,7%	19,2%	15,6%	39,4%	9,4%	15,8%	15,6%	44,4%
Indien	-5,2%	-2,5%	-2,9%	6,4%	-5,5%	-5,5%	-2,9%	-5,6%
Indonesien	7,7%	12,2%	11,1%	22,9%	9,8%	7,8%	9,7%	14,4%
Kina (A-aktier)	-0,5%	24,9%	6,0%	0,4%	1,0%	21,1%	5,4%	0,1%
Kina (H-aktier)	-5,7%	7,7%	0,0%	-2,8%	-4,2%	4,3%	-0,8%	-4,2%
Malaysia	0,6%	1,7%	-3,0%	5,2%	-2,7%	-3,2%	-5,0%	0,7%
Marocko	-0,8%	-8,3%	-4,5%	-21,9%	-2,0%	-10,6%	-5,7%	-24,7%
Mexiko	-2,6%	5,5%	0,9%	16,0%	-1,5%	3,5%	1,4%	15,1%
Peru	-3,8%	2,8%	-0,1%	-10,0%	-2,5%	-0,7%	-2,2%	-8,3%
Polen	-1,2%	2,8%	-2,5%	11,2%	-2,2%	-0,9%	-6,1%	6,0%
Ryssland	-3,9%	5,7%	0,8%	-5,6%	-4,3%	3,3%	-0,9%	-11,9%
Sydafrika	-1,9%	4,2%	1,2%	16,1%	-1,1%	-0,3%	-5,5%	-4,4%
Sydkorea	3,3%	4,8%	1,5%	1,1%	5,1%	1,2%	-1,3%	3,1%
Taiwan	0,6%	4,2%	2,6%	-0,8%	1,9%	-1,0%	-0,4%	-2,6%
Thailand	4,6%	16,4%	10,8%	34,5%	6,5%	16,4%	12,8%	34,9%
Tjeckien	-0,7%	1,7%	-2,3%	2,2%	-2,8%	-2,4%	-6,2%	-5,1%
Turkiet	0,7%	8,6%	1,4%	32,3%	0,0%	4,6%	-0,1%	27,3%
Ungern	-2,9%	3,0%	3,5%	-2,1%	-5,8%	-4,4%	-0,1%	-7,7%
Latinamerika	-2,8%	7,4%	0,9%	-7,8%	-1,2%	4,1%	0,1%	-9,3%
Asien	-0,1%	4,7%	1,5%	7,3%	1,5%	5,6%	0,8%	5,6%
EMEA	-3,5%	3,8%	-3,8%	-2,0%	-1,9%	0,5%	-4,6%	-3,5%
<b>Gränsmarknader</b>								
MSCI Frontier Markets 100 TR (net)	-0,1%	9,1%	7,0%	11,3%	1,5%	5,7%	6,2%	9,6%
Argentina	-12,0%	26,0%	6,8%	13,7%	-11,7%	17,1%	3,1%	-3,4%
Bangladesh	-4,3%	-3,9%	-4,1%	-13,3%	-2,3%	-4,0%	-3,7%	-11,5%
Bosnien & Herz.	1,2%	8,5%	5,4%	3,2%	-1,0%	5,7%	3,3%	-1,2%
Bulgarien	-4,4%	16,6%	10,6%	23,7%	-6,5%	13,8%	8,5%	18,4%
Ecuador	0,5%	0,5%	0,3%	6,3%	0,0%	0,0%	0,0%	33,3%
Estland	-1,0%	11,4%	3,9%	28,7%	-3,1%	8,6%	1,9%	23,2%
Förenade Arabem.	2,1%	19,9%	18,8%	13,5%	3,7%	16,0%	17,9%	11,7%
Kazakhstan	-2,1%	11,3%	7,9%	-15,1%	-0,2%	7,9%	7,1%	-18,0%
Kenya	2,3%	10,7%	9,3%	37,9%	5,6%	6,5%	8,2%	30,5%
Kroatien	3,0%	10,5%	11,8%	10,0%	0,8%	6,8%	9,3%	4,9%
Kuwait	3,5%	8,7%	8,9%	5,7%	4,2%	4,5%	7,2%	1,6%
Lettland	-0,5%	2,1%	0,6%	0,9%	-2,9%	-1,2%	-1,8%	-3,7%
Litauen	-1,2%	5,4%	4,0%	16,9%	-3,3%	2,8%	2,0%	11,9%
Mongoliet	-1,7%	14,9%	-1,3%	-18,6%	-0,7%	11,5%	-2,8%	-23,6%
Nigeria	3,8%	24,8%	17,8%	64,2%	4,6%	19,9%	15,1%	60,8%
Pakistan	6,6%	11,4%	8,4%	22,2%	7,2%	13,2%	9,6%	32,1%
Qatar	-2,2%	1,5%	2,0%	-1,9%	-0,7%	-1,7%	1,3%	-3,5%
Rumänien	3,2%	18,0%	9,8%	8,7%	1,6%	19,3%	9,7%	3,9%
Serbien	0,1%	20,2%	8,8%	5,2%	-2,1%	19,1%	8,1%	0,0%
Slovakien	-4,0%	-6,2%	-6,4%	-14,1%	-6,1%	-8,6%	-7,9%	-17,7%
Slovenien	-2,4%	5,7%	-1,9%	10,9%	-4,4%	3,1%	-3,8%	6,2%
Sri Lanka	-3,1%	5,3%	-0,1%	3,8%	-2,5%	4,1%	-0,8%	-2,3%
Ukraina	8,1%	14,1%	10,6%	-34,4%	10,1%	11,5%	8,6%	-36,5%
Vietnam	-1,1%	25,6%	14,7%	12,4%	-0,1%	21,2%	13,0%	10,1%
<b>Utvecklade marknader</b>								
MSCI World TR (net)	0,2%	7,2%	5,3%	10,4%	1,8%	3,9%	4,5%	8,7%
Hong Kong	-3,0%	4,5%	1,6%	6,7%	-1,4%	1,2%	0,8%	5,1%
Nasdaq	0,6%	5,0%	4,7%	5,8%	2,2%	1,7%	3,9%	4,2%
Nikkei 225	3,8%	22,4%	11,2%	18,9%	4,3%	5,9%	2,7%	2,0%
OMX Stockholm 30	2,6%	10,5%	8,6%	8,8%	2,6%	10,5%	8,6%	8,8%
S&P 500	1,1%	7,0%	6,2%	10,4%	2,7%	3,6%	5,4%	8,7%
Singapore	-0,4%	6,5%	3,2%	10,1%	1,2%	1,9%	1,2%	9,7%
STOXX Europe 600	0,9%	5,1%	3,7%	9,7%	-1,2%	2,5%	2,0%	5,0%
<b>Sektorer (tillväxtmarknader)</b>								
Bank och finans	-1,3%	9,2%	3,0%	5,3%	0,3%	5,8%	2,2%	3,7%
Verkstad	0,5%	7,4%	1,4%	-3,5%	2,1%	4,1%	0,7%	-5,0%
Dagligvaror	-0,5%	4,3%	1,3%	14,1%	1,1%	1,0%	0,5%	12,4%
Energi	-5,7%	0,5%	-4,5%	-19,4%	-4,2%	-2,7%	-5,3%	-20,6%
IT	3,3%	4,8%	2,8%	10,8%	4,9%	1,5%	2,0%	9,1%
Kraft	-0,9%	5,0%	1,7%	-9,1%	0,7%	1,8%	1,0%	-10,5%
Läkemedel	1,1%	5,1%	0,3%	16,1%	2,7%	1,9%	-0,5%	14,3%
Basindustri	-4,6%	2,4%	-5,3%	-15,7%	-3,1%	-0,8%	-6,0%	-17,0%
Sällanköpsvaror	1,5%	3,1%	-0,3%	2,9%	3,1%	0,0%	-1,0%	1,3%
Telekom	-3,5%	-0,3%	-3,5%	-0,7%	-2,0%	-3,4%	-4,3%	-2,2%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Appendix II – Utveckling råvaror

	Utveckling i USD			
	Februari 2013	3 månader	Hitills i år	12 månader
<b>Soft commodities</b>				
Kaffe	-2,9%	0,4%	-0,8%	-30,8%
Kakao	-2,7%	-15,4%	-4,0%	-11,1%
Majs	-5,2%	-6,4%	0,8%	21,0%
Palmolja	-5,0%	8,8%	1,0%	-28,9%
Ris	0,0%	1,5%	4,3%	9,4%
Soja	-0,5%	3,0%	3,0%	13,0%
Vete	-9,3%	-18,1%	-8,2%	-2,3%
<b>Energi</b>				
Kol (coking coal, Kina)	0,5%	0,6%	0,5%	-3,4%
Kol (steam coal, Australien)	2,2%	6,8%	2,6%	-19,5%
Kol (steam coal, Kina)	0,1%	-1,5%	0,1%	-19,2%
Naturgas (Henry Hub)	5,1%	0,6%	1,7%	44,6%
Olja (Arabian Light)	-4,3%	-1,6%	-0,9%	-10,1%
Olja (Brent)	-4,0%	-0,2%	0,0%	-8,8%
Olja (WTI)	-5,6%	3,5%	0,3%	-13,6%
<b>Gödsel</b>				
Ammonia	-4,6%	-8,8%	-8,8%	56,3%
Fosfat	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Potash	-1,5%	-6,0%	-2,1%	-13,8%
Sulfur	-6,3%	-6,3%	-6,3%	-12,8%
Urea	-5,1%	4,3%	8,5%	-1,6%
<b>Metaller</b>				
Aluminium	-4,1%	-4,3%	-3,3%	-13,8%
Guld	-5,1%	-7,9%	-5,7%	-11,5%
Järnmalm	0,0%	26,7%	4,8%	5,6%
Koppar	-4,3%	-2,3%	-1,5%	-9,1%
Nickel	-9,4%	-5,9%	-2,7%	-16,1%
Paladium	-1,8%	6,6%	3,5%	1,0%
Platinium	-5,6%	-1,2%	2,8%	-7,9%
Silver	-9,3%	-14,6%	-5,9%	-22,7%
Stål	0,8%	5,6%	3,8%	-6,9%
Zinc	-3,7%	0,9%	-0,7%	-2,7%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder



## Appendix III – Utveckling valutor

	Lokal valuta per 1 SEK							
	Februari 28, 2013	November 30, 2012	December 31, 2012	Februari 2012, 2012	Februari 2013	3 månader	Hittills i år	12 månader
Argentina (peso)	1,2817	1,3769	1,3229	1,5044	0,2%	-6,9%	-3,1%	-14,8%
Bangladesh (taka)	0,0800	0,0800	0,0800	0,0800	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bosnien Hercegovina (mark)	4,3161	4,4293	4,3887	4,5094	-2,3%	-2,6%	-1,7%	-4,3%
Brasilien (real)	3,2770	3,1190	3,1690	3,8670	2,5%	5,1%	3,4%	-15,3%
Bulgarien (lev)	4,3166	4,4236	4,3885	4,5103	-2,3%	-2,4%	-1,6%	-4,3%
Chile (peso) X100	0,1367	0,1385	0,1358	0,1374	1,3%	-1,3%	0,7%	-0,5%
Colombia (peso) x100	0,3570	0,3670	0,3680	0,3710	-0,3%	-2,7%	-3,0%	-3,8%
Egyptien (pund)	0,9590	1,0900	1,0220	1,0860	1,2%	-12,0%	-6,2%	-11,7%
Euro	8,4427	8,6506	8,5802	8,8174	-2,3%	-2,4%	-1,6%	-4,2%
Filippinerna (peso)	0,1590	0,1630	0,1580	0,1530	1,9%	-2,5%	0,6%	3,9%
Förenade Arabem. (dirham)	1,7605	1,8137	1,7699	1,7844	1,6%	-2,9%	-0,5%	-1,3%
Hong Kong (dollar)	0,8338	0,8594	0,8391	0,8451	1,6%	-3,0%	-0,6%	-1,3%
Indien (rupee)	0,1183	0,1225	0,1187	0,1338	-0,8%	-3,4%	-0,3%	-11,6%
Indonesien (rupia) X100	0,0670	0,0690	0,0670	0,0720	1,5%	-2,9%	0,0%	-6,9%
Japan (yen) X100	6,9861	8,0755	7,4962	8,1454	0,7%	-13,5%	-6,8%	-14,2%
Kazakstan (tenge)	0,0400	0,0400	0,0400	0,0400	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kenya (shilling)	0,0800	0,0800	0,0800	0,0800	14,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Kina (renminbi)	1,0394	1,0699	1,0432	1,0404	1,6%	-2,9%	-0,4%	-0,1%
Kroatien (kuna)	1,1124	1,1472	1,1349	1,1648	-2,2%	-3,0%	-2,0%	-4,5%
Kuwait (dinar)	22,8110	23,6400	23,1050	23,6440	0,8%	-3,5%	-1,3%	-3,5%
Lettland (lati)	12,0438	12,4267	12,3031	12,6253	-2,5%	-3,1%	-2,1%	-4,6%
Malaysia (ringgit)	2,0920	2,1910	2,1270	2,1760	2,1%	-4,5%	-1,6%	-3,9%
Marocko (dirham)	0,7589	0,7774	0,7686	0,7876	-1,5%	-2,4%	-1,3%	-3,6%
Mexiko (peso)	0,5060	0,5137	0,5059	0,5102	1,1%	-1,5%	0,0%	-0,8%
Mongoliet (togrog)	0,0046	0,0048	0,0047	0,0049	0,0%	-4,2%	-2,1%	-6,1%
Nigeria (naira)	0,0408	0,0424	0,0416	0,0416	0,7%	-3,8%	-1,9%	-1,9%
Pakistan (rupee)	0,0658	0,0689	0,0669	0,0721	1,1%	-4,5%	-1,6%	-8,7%
Peru (ny sol)	2,5054	2,5836	2,5475	2,4468	1,8%	-3,0%	-1,7%	2,4%
Polen (zloty)	2,0344	2,1065	2,1039	2,1380	-1,2%	-3,4%	-3,3%	-4,8%
Qatar (rial)	1,7761	1,8299	1,7859	1,8003	1,6%	-2,9%	-0,5%	-1,3%
Rumänien (lei)	1,9378	1,9170	1,9298	2,0286	-1,7%	1,1%	0,4%	-4,5%
Ryssland (rubel)	0,2113	0,2157	0,2131	0,2262	-0,3%	-2,0%	-0,8%	-6,6%
Serbien (dinar)	0,0758	0,0764	0,0763	0,0800	-2,3%	-0,8%	-0,7%	-5,3%
Singapore (dollar)	5,2209	5,4582	5,3230	5,2424	1,6%	-4,3%	-1,9%	-0,4%
Sri Lanka (rupe)	0,0507	0,0512	0,0509	0,0537	0,6%	-1,0%	-0,4%	-5,6%
Sydafrika (rand)	0,7165	0,7477	0,7685	0,8758	0,9%	-4,2%	-6,8%	-18,2%
Sydkorea (won)	0,0060	0,0062	0,0061	0,0058	3,4%	-3,2%	-1,6%	3,4%
Taiwan (dollar)	0,2178	0,2290	0,2239	0,2216	1,2%	-4,9%	-2,7%	-1,7%
Thailand (bhat)	0,2171	0,2169	0,2126	0,2160	1,9%	0,1%	2,1%	0,5%
Tjeckien (koruny)	0,3291	0,3426	0,3421	0,3541	-2,2%	-3,9%	-3,8%	-7,1%
Turkiet (lira)	3,5955	3,7275	3,6434	3,7411	-0,6%	-3,5%	-1,3%	-3,9%
Ukraina (hryvnia)	0,7959	0,8134	0,8078	0,8198	1,8%	-2,2%	-1,5%	-2,9%
Ungern (forint)	0,0286	0,0308	0,0295	0,0304	-3,1%	-7,1%	-3,1%	-5,9%
USD (dollar)	6,4660	6,6608	6,5032	6,5513	1,6%	-2,9%	-0,6%	-1,3%
Vietnam (dong) X1000	0,3089	0,3195	0,3122	0,3146	1,0%	-3,3%	-1,1%	-1,8%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder