

TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV FEBRUARI 2012



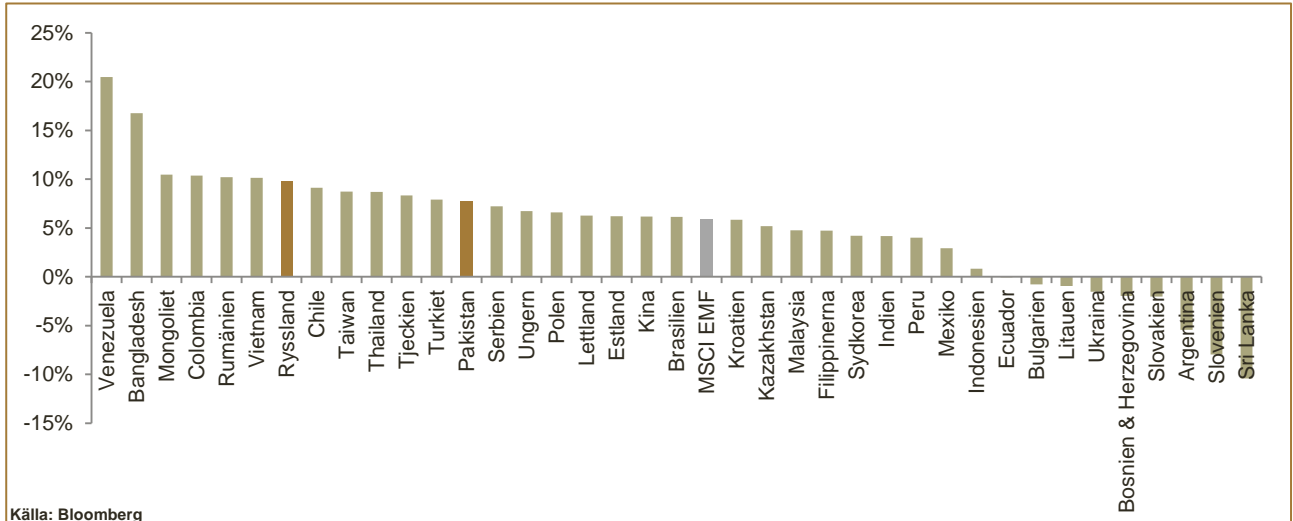
Månadsbrev februari 2012 - Tillväxtmarknader under februari

Uppgången breddades

MSCI EMF steg 5,9% (USD) under februari (2,4% i SEK). Vinnarna denna månaden återfanns bland något mer perifera marknader. Ett inte helt ovanligt mönster i takt med att uppgången breddas och investerares mod tilltar. De stora vinnarna under januari månad – Indien,

Brasilien och Turkiet fortsatte uppåt men i väsentligt lugnare utsträckning. Att marknaderna växlade draglok, istället för att ge tillbaka absolut avkastning, är i våra ögon ett styrketecken.

Diagram 1: Tillväxtmarknader februari 2012



Källa: Bloomberg

Fokus skiftar till global tillväxt ...

Som väntat föranledde skuldstruktureringen i Grekland ingen marknadsoro. Uppgåelsen som presenterades 21 februari emottogs med en gäspning och, möjligtvis föranlett av det faktum att vi handlat upp världens aktiemarknader hittills under februari, med vinsthemtagningar. Relativt omedelbart inleddes en följdiskussion rörande Greklands möjligheter att på sikt slingra sig ur överenskommelsen och en tangerande diskussion rörande riskerna att i pakten ingående länder skulle misslyckas att få nationellt godkännande för omstruktureringsplanen. Den relativt lugna reaktionen på dessa potentiella komplikationer förstärker dock bilden av att marknaden tycks ha accepterat scenariot att EMU samarbetet kommer räddas och således i mindre utsträckning skärskådar delkomponenterna för hur detta ska ske. Den europeiska skuldskrisen har lett investerare in i en konsensusuppfattning om en period av lägre europeisk tillväxt och att europeiska räntenivåer således förblir låga under längre tid. Uppmuntrade av fortsatt god ekonomisk statistik från USA samtidigt som flertalet större tillväxtmarknader (inkl Kina) hänger sig till penningpolitiska lättnader har en konsensusbild av lågräntemiljö i kombination med trots allt acceptabel tillväxt skapats. Av dessa två faktorer upplever vi att det råder väsentligt större oenighet rörande tillväxtantaganden vilket kan komma att innebära ett ökat fokus på ekonomisk statistik från framförallt USA

och Kina den närmaste tiden.

.. och Iran

Av mer direkta orosmoment ter sig framförallt den hårda retoriken mellan framförallt USA/Israel och Iran som mest överhängande för oljepriset. Beräkningsunderlaget kan ifrågasättas men det tycks råda en konsensusuppfattning på marknaden att den inbyggda riskpremien redan utgör USD 20-30/fat. En överraskningsattack från Israel skulle dock sannolikt ge kraftiga återverkningar på aktiemarknaden och oljepriset på kort sikt. Givet att Israel sedan 1988 (Libanon) koordinerat sitt militära agerande med USA (inte ens 1991 responderade man på Iraks attack) kan logiken tyckas svår att få ihop i våra ögon.

Diagram 2: Brent (USD/fat)



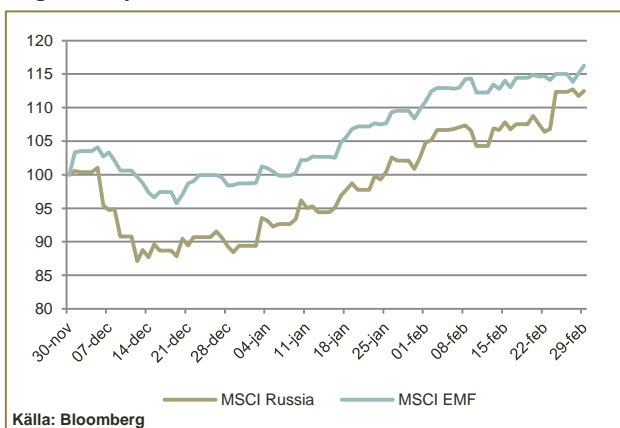
Källa: Bloomberg

Månadsbrev februari 2012 - Tundra Rysslandsfond

Marknaden

Den ryska marknaden steg 9,6% (USD) under februari jämfört med MSCI Emerging Markets som steg 5,9%. Den ryska marknaden har därmed "hunnit ikapp" MSCI Emerging Markets index sedan nedgången vi såg under oroligheterna i början på december 2011. Marknaden är dock fortsatt lågt värderad, såväl i ett absolut perspektiv som i ett historiskt. P/e talet för 2012 är låga 6,5 (7,0 exklusive Gazprom). Värderingsrabatten till genomsnittet på tillväxtmarknader är hela 54% (källa: Deutsche Bank). I samma mätning konstateras att den historiska rabatten pendlat mellan 10% och 60% med ett genomsnitt på 35% de senaste 10 åren.

Diagram 3: Ryssland vs tillväxtmarknader



Marknaden steg kontinuerligt med små rekyler under februari. Uppgången breddades. Mindre bolag gick generellt bättre än stora vilket är ett tecken på ökad tilltro hos investerare. Under 2011 gick stora bolag 25% bättre än småbolag (källa: Deutsche Bank). I januari och februari har småbolagsindex tagit tillbaka ca 5% av detta.

Det fanns trots uppgången en tvekan i marknaden med väldigt mycket fokus på det kommande presidentvalet. Stora globala investerare som exempelvis Black Rock ventilerade öppet i media att de dragit ned sin exponering mot Ryssland inför valet p g a osäkerheten om vad som kommer hända efter valet. I början på februari var det inte klart att Vladimir Putin skulle bli vald i första omgången. I takt med att opinionsundersökningarna indikerade ett stöd för Putin på en bit över 50% så steg marknaden ytterligare. Vissa bolag med påstådda starkare kopplingar till Kreml har utvecklats sämre än marknaden inför valet, exempelvis Novatek och Mostotrest. Bank och konsumentvaror var starkaste sektorerna.

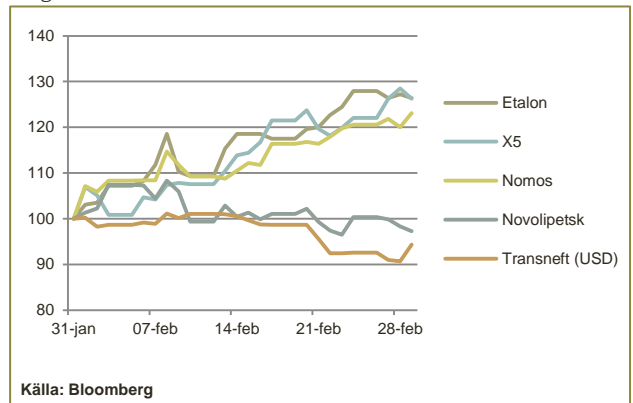
Sämsta sektorerna var stål och telekommunikation.

Avsaknad av stark prisstatistik på stål i Kina gjorde marknaden nervös. Vikande global efterfrågan på stål är särskilt negativt för de ryska stålbolagen då exporten av både stål och råvaror är omfattande.

Fonden

Fonden steg med 6,6% (SEK) under månaden jämfört med marknaden som steg med 6,0%. Bästa positioner under månaden var Etalon (+26% USD), X5 (+26%) och Nomos (+23%). Sämst utveckling uppvisade Transneft (-5,7%) och Novolipetsk (-2,7%).

Diagram 4: Bäst och sämst i februari



Vi var välpositionerade i både banksektorn och konsumentvaror som var bästa sektorerna under månaden. Vi var dock lite snabba att dra ned vår exponering mot byggsektorn där vi underskattade kraften i uppgången. Fonden tyngdes under månaden av vår relativt stora position i kraft. Kraftsektorn utvecklades något sämre än marknaden som helhet under februari. Vi har utnyttjat denna svaghet och ökat vår positionering ytterligare. Vi har köpt en ny aktie, Mosenergo som är Moskvas kraft- och värmeleverantör. Bolaget är majoritetsägt av Gazprom och handlas därför med stor rabatt, alltför stor i våra ögon. P/e talet är under 5 och investeringarna toppar innevarande år varefter de sjunker och utdelningsmöjligheterna ökar. Kraftbranschen betraktas av många som en relativt tråkig sektor. I de flesta länder jämförs den ofta med långa obligationer. Men eftersom spelreglerna varit i gungning så mycket fram till valet i Ryssland har värderingen av tillgångarna och vinsterna blivit mycket låga. Vi tycker relationen risk relativt avkastningsmöjlighet är mycket intressant. Nu kommer flera kraftbolag att tillåtas höja sina tariffer den första juli. Det kan vidare komma att ske nya privatiseringar i sektorn. De bästa bolagen i klassen kan ge en anseelig direktavkastning redan i år.

Månadsbrev februari 2012 - Tundra Rysslandsfond

Allt detta sammantaget gör oss optimistiska om en framtida omvärdering.

Ett nytt innehav under februari är även Bank of Georgia. Den största banken i Georgien. Välskött bank, bra tillväxt, låg värdering. Aktien har precis gjort en "riktig" notering i London vilket kommer förbättra likviditeten i aktien. Kort och gott en position vi gillar.

Tabell 1: 10 största innehav Tundra Rysslandsfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån
				FY2011E	FY2012E		
Sberbank pref	8,7%	72777	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	5,2	5,3	1,5%	19,6%
Gazprom ADR	7,9%	159678	Rysslands (och världens) största gasbolag	3,9	4,1	2,0%	9,5%
Surgutneftegaz pref	7,3%	42214	Ett av Rysslands största men också mest slutna oljebolag. Låg värdering ,hög direktavkastning	3,3	4,3	6,0%	6,3%
Lukoil ADR	6,7%	55287	Rysslands största privatägda oljebolag	4,5	4,5	3,2%	9,6%
Transneft pref	4,2%	2754	Rysslands ledande transportbolag inom olja	2,0	2,5	0,6%	-5,7%
Sistema (lokal aktie)	3,8%	9190	Rysslands "Investor". Stor ägare i bl a MTS.	8,2	8,3	1,0%	13,3%
CTC Media	3,6%	1721	Ett av Rysslands största mediabolag med flera ledande TV-kanaler. Kinnevik som större delägare.	11,3	11,1	4,8%	9,2%
MTS (lokal aktie)	3,3%	16057	Rysslands största mobilteleoperatör	5,2	4,6	6,5%	4,7%
Federal Grid	3,1%	15454	Äger alla högspänningsledningar i Ryssland	12,8	12,3	0,6%	13,5%
Mosenergo	2,9%	2500	Moskvaregionens ledande el- och värmeproducent	6,5	6,9	1,1%	2,4%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev februari 2012 - Tundra Rysslandsfond

Politisk uppdatering

Vladimir Putin vann presidentvalet som väntat med 63,5% av rösterna. Det var en röd Putin som mötte massorna utanför Hotel National (där Vladimir Lenin hade sitt kontor) på Manezhnatorget. Putin är nu vald för ytterligare sex år. Antagligen blir Dmitri Medvedev (nuvarande president) premiärminister. Det har Putin deklarerat offentligt. Det kan även bli så att Michail Prochorov, världens 32a rikaste man enligt Forbes, kan komma att ingå i regeringen. Han deltog i presidentvalet med slogan att han skulle ge 17 av sina USD 18 mdr i förmögenhet för att bli Rysslands president. Prochorov fick knappt 8% av rösterna och deltog och talade vid det protestmöte som hölls i Moskva dagen efter valet. Det har även diskuterats att tidigare finansminister Alexei Kudrin, som åtnjutit respekt hos proteströrelsen bland annat med sitt tal på julafton i Moskva, skulle återknytas till Kreml eller regeringen. Hur han och Medvedev ska kunna samarbeta är ett frågetecken. Eller så kommer Medvedev offras vid en "lämplig" motgång.

Presidentkampanjen var mycket intensiv de sista veckorna. Det har kostat mycket pengar och resurser att vinna valet. Många statligt anställda har kommenderats ut på gatorna för att stödja Putin. Enligt vissa uppgifter fick man även betalt för att gå i Putins kampanjtåg i Moskva. Alla dessa utgifter är antagligen en delförklaring till att budgetunderskottet för de två första månaderna var större än väntat trots ett högt oljepris. Det genomfördes en massiv kampanj på nationell TV om vad Putin har åstadkommit sedan december 1999. Samtidigt hotades folket med med: "Vad är alternativet?". Kombinationen av att visa på det ekonomiska uppsving som varit för de flesta under Putins tid vid makten och genom att skrämja upp väljarna kring bristen på alternativ räckte för att få stöd. Generellt sett hade Putin i valet mycket starkt stöd i hela landet utom i Moskva där han inte riktigt hade majoritet. En lokal kontakt berättade att de stora protesterna framförallt varit ett Moskva-fenomen och i betydligt mindre utsträckning utanför Moskva. I viss mån har protesterna enligt denna teori fungerat som stöd för Putin utanför Moskva. Människor har varit rädda och oroliga för en "orange revolution" även i Ryssland med kaos som följd.

Begränsade protester efter valet

Det förekom protester direkt den 5 mars på måndagen efter valet. Inte så omfattande som tidigare och protesterna dominerades än tydligare av yngre människor. Tonen verkade lite uppgiven efter vad vi har hört från personer på plats.

Några av ledarna blev arresterade efter mötet men de flesta släpptes senare under natten. Även om det kom rapporter om valfusk både från ryska och internationella observatörer var valvinsten så stor att det inte spelade någon roll för utfallet. Egentligen så avgjordes det faktum att valet skulle vinnas i första omgången av att den liberala kandidaten Javlinskis kandidatur inte godkändes. Han hade kunnat få drygt 10% av rösterna och därmed hade det blivit en andra omgång. Detta ville man till varje pris undvika då en andra omgång hade givet vissa tvivel kring hur stark Putins makt verkligen är. Vår bedömning idag är att protesterna mot Putin och valet kommer att minska. Det kommer dock att ske vissa eftergifter där det är sannolikt att vissa "protestanhängare" kommer att dyka upp i den nya regeringen.

Vad har Navalny i bakfickan?

Vårt att hålla ett öga på är att Alexei Navalny (den kända bloggaren som vi skrev om förra månaden) har utlovat att han ska offentliggöra korrupsionsskandaler om och kring personer som är Putin närstående och inom Gazprom. Vad han har för bevis är för tidigt att säga, men potentiellt är detta förstuds mycket intressant information som potentiellt kan komma att påverka bolag som historiskt ansetts ha koppling till Putin. Vi lär få återkomma till ämnet.

Förändringar på gång i rysk finansiell infrastruktur

I all tysthet, i skuggan av valet, sker en positiv utveckling av den ryska finansiella infrastrukturen. Putin sa redan 2007 att Moskva skulle bli ett finansiellt centrum. En förutsättning för detta är en bra infrastruktur för den lokala aktiemarknaden. Nu börjar vi se resultat. Lagstiftningen att bilda en central depåförvaring i Ryssland antogs i slutet av 2011, och centralbanken har meddelat att den kommer träda i kraft 1 april. Detta kommer sannolikt att följas av en övergång till T+3 handel. Idag sker all handel lokalt i Moskva T+0, vilket gör det mycket svårt för utländska institutioner att agera direkt i den lokala marknaden. Förändringen är avsedd att göra det nationella handelssystemet lika attraktivt som dagens dominerande offshore handel (t ex i London och USA). Fördelen för investerare kommer vara lägre transaktionskostnader och bättre genomlysning när handeln sker lokalt på MICEX børsen istället för dagens OTC handel. En betydande del (uppskattningsvis en tredjedel) av utländska investerare har inte kunnat investera i ryska lokala aktier på grund av avsaknaden av en central depåförvaring. Vi tror förändringarna kommer innebära att en del av

Månadsbrev februari 2012 - Tundra Rysslandsfond

marknaden kommer flytta tillbaka till Ryssland. För närvarande sker 30% av handeln i ryska aktier offshore i depåbevis.

Förändringarna kan komma att minska prisskillnaden mellan lokala aktier och depåbevis

Ett sannolikt resultat är att premierna på utländska depåbevis kommer att minska. Det finns ett antal bolag som fonden äger eller har ägt (bl a Magnit, MTS, LSR, Sistema) med från tid till annan stor premie i depåbevisen utomlands jämfört med priset i Moskva (13% till 23%). När den centrala depåförvaringen är löst och marknaden handlar T+3 kommer dessa premier minska och på sikt sannolikt försvinna. Tundra Rysslandsfond äger alltid den lokala aktien när rabatten är stor jämfört med samma notering i London. Det kräver lite mer arbete men det finns bra pengar att tjäna för våra andelsägare.

En annan effekt är att marknaden kommer att breddas. Mindre bolag som har dålig likviditet idag kommer ha bättre likviditet i framtiden. Medianen av omsättningen av freefloat (aktier som ej ägs av strategiska aktieägare) för utländska depåbevis är 1,9 gånger per år. Det är nästan tre gånger högre omsättning av freefloat än lokalt börsnoterade bolag som är 0,7 gånger per år. Om fler utländska investerare får tillgång till ett bredare utbud av lokalt noterade bolag, skulle vi förvänta oss att deras likviditet ökar proportionellt. För ryska marknaden kommer detta vara mycket positivt. Det innebär flera aktier som vi aktivt kan investera i och det kommer vara lättare att börsnotera aktier i Moskva än det varit fram till idag. Idag är det inte ovanligt att ryska bolag väljer att enbart notera sig i New York, London, Stockholm, Hong Kong eller liknande - utan någon notering alls i Moskva. Detta p g a att likviditeten skulle vara för dålig och därmed skulle man sälja aktierna till ett för lågt pris.

Ekonomisk uppdatering

Den ekonomiska aktiviteten har haft en stark start på året, men Ekonomiministeriet guidar lägre tillväxt framöver. Medan konsumtionen fortfarande ökar ca 7% senaste månaden så är det lägre takt än tidigare. Investeringar är de högsta på fyra år. Industriproduktionen återhämtar sig också från förra årets nivåer. Samtidigt uppskattade Ekonomiministeriet en BNP-tillväxt på blygsamma 3,9% på årsbasis. Detta är säkert för att de gärna vill se Ryssland överträffa deras prognos. Det är också ett sätt att minska kostnadsökningarna.

Inflationen fortsätter att slå nya bottenrekord. I februari ser inflationen ut att sjunka till under 4% på årsbasis, en aldrig tidigare skådad nivå för Ryssland. Medan den viktigaste orsaken till detta är de uppskjutna tariffregleringarna inför valet så dök även matinflationen i januari (till bara 2% på årsbasis). Det senare kan inverka negativt på intäkterna från dagligvaruhandeln, vilket var fallet förra året. Ryska centralbanken, CBR, menar dock att det kommer vara svårt att hålla inflationen under 6% på årsbasis under 2012. Vi instämmer med CBR eftersom matinflation och taxeregleringar (el, värme, telefon, järnväg etc.) kommer slå tillbaka under andra halvåret 2012. Bara eldistributionskostnaden i högspänningsnätet väntas höjas minst 15% per första juli. Ovanpå detta är utlåningstillväxt till hushåll accelererande. De flesta äger sina bostäder och har inga lån på dem.

Den federala budgeten överraskade med underskott i januari-februari. Det federala budgetunderskottet nådde 1,5% av BNP för de två första månaderna 2012. Ett underskott i början av året är förvånande eftersom utgifterna normalt skjuts upp till senare månader. Det är ännu mer ovanligt med hänsyn till de höga oljepriserna (USD 115/fat i genomsnitt hittills i år). Den officiella prognosen för budgetunderskottet på 1,5% av BNP 2012 är baserad på ett oljepris om USD100/fat.

Industriproduktionen återhämtade sig i januari till 3,8% på årsbasis från två års lägsta 2,5% i december 2011. Statistik på järnvägarnas godsomsättning understödjer detta. Tillväxten i järnvägstransporterna var 11,5% på årsbasis i januari. Byggsektorn stiger i takt med investeringarna. Byggsektorns tillväxt steg till 11,5% på årsbasis i januari från 6,7% på årsbasis i december 2011.

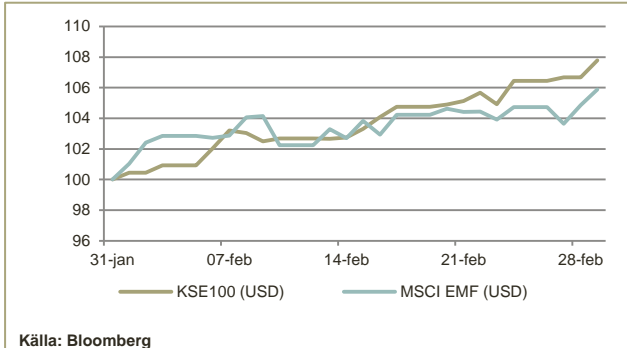
Handelöverskottet är på en historiskt hög nivå. Det externa handelsöverskottet ökade till historiskt höga USD 20,4 mdr i december 2011. Framförallt p g a en kraftig inbromsning av tillväxten i import. Exporttillväxten dämpades också till 19,5% på årsbasis i december 2011 från 33,4% i november. Kapitalutflödena lugnade sig under januari. CBR beräknar januaris utflöde till USD 11 miljarder, jämfört med USD 15 miljarder i december 2011.

Månadsbrev februari 2012 - Tundra Pakistanfond

Marknaden – Utlänningar tillbaka som köpare

KSE100 index steg 8,4% (PKR) under månaden (4,3% i SEK).

Diagram 5: KSE100 vs MSCI EMF

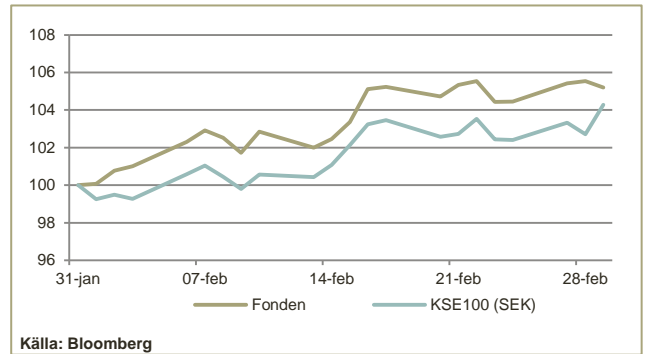


Marknaden ignorerade fortsatt turbulent nyhetsagenda där Högsta Domstolens åtal för domstolstrots mot Premiärminister Gilani och således ökad sannolikhet för tidigare lagda parlamentsval (ordinarie val mars-april 2013). Pakistan och USA utdelade också en del hårda ord kring Pakistans (sannolikt numera skrinlagda) planer om en gaspipeline mellan Iran och Pakistan. Utlänningar var nettoköpare med USD 8,2 m under månaden. Det var första gången sedan maj 2011 och gav ett bra signalvärde till lokala investerare. Handelsvolymerna steg till USD 53 miljoner/dag, jämfört med USD 35 miljoner i januari. Hel- resp halvårsrapporterna fortsatte att komma in lite bättre än väntat vilket gav bra stöd till marknaden. Pakistanska investerare gillar (som vi) höga utdelningar. Kupongerna började dras de sista dagarna i februari men flertalet bolags utdelningar dras under mars månad och utbetalas sedan mot slutet av mars och under april. Det handlar om interimsutdelningar (kvartals- eller halvårsutdelningar). Närmare USD 1 mdr blir i teorin dock (en dryg månads börsomsättning) tillgängligt för aktiemarknadsinvesteringar från slutet av mars och fram till tredje veckan av april. Det finns en utdelningskultur i Pakistan som innebär att många investerare ser utdelningarna som en del av sin försörjning. Delar av kapitalet kommer dock återinvesteras. Det blir intressant att se hur stor andel. Den nya reavinstskatten på aktievinsten skall fastställas och implementeras innan 1 april. Kan således komma ytterligare nyhetsflöde här. Inför framläggande av budgeten för fiskala året 2013 (1/7 – 30/6 2013) den 25 maj har chefen för skatteverket indikerat att företagsskatten kan komma att sänkas från nuvarande 35% till 30-32% som ett led i reformerna av Pakistans skattesystem. Det skulle allt annat lika innebära vissa upprevideringar av marknadens vinstprognoser.

Fonden

Fonden steg 5,2% under månaden, jämfört med KSE100 index (SEK) som steg 4,3% och det mer likvida KSE30 index (SEK) som steg 2,5%.

Diagram 6: Fonden relativt marknaden



Ett bra bidrag erhöles från positionen i Engro Foods (se föregående månadsbrev och månadsbrev för oktober). Aktien steg hela 42% (USD) under månaden (43% i PKR). Även United Bank (+23%) och Engro Corp (+23%) gav signifikanta bidrag till portföljen. Sämst utveckling uppvisade Fauji Fertilizer (-0,9%) och Pakistan Petroleum (-0,1%) Flertalet av de bolag fonden äger levererade rapporter som generellt var något bättre än väntat.

Bra rapporter...

Bankerna tillämpar kalenderår. MCB Bank ökade vinsten med 15% för helåret 2011 och höjde kontantutdelningen med drygt 10%. Annualiserat ligger utdelningen nu på PKR 12/aktie vilket innebär omkring 7% direktavkastning. Samtidigt tillkännagav bolaget en fondemission om 10%. United Bank ökade vinsten med 35% för helåret 2011 i en något "dopad" rapport där tidigare nedskrivna kundfordringar återvanns. Räntenettet växte med 15% vilket ger en mer rättvisande bild. Bolaget höjde kontantutdelningen med hela 50% (totalt PKR 7,50/aktie) vilket innebär drygt 10% direktavkastning. Även Karachibörsens tre största olja- och gasbolag OGDC, Pakistan Petroleum och Pakistan Oilfields levererade godkända rapporter för första halvåret av det brutna räkenskapsåret 2012. OGDC ökade vinsten 32% på årsbasis och tillkännagav en oförändrad utdelning för andra kvartalet om PKR 1,50/aktie vilket ger en i sammanhanget mager direktavkastning på drygt 4%. Pakistan Petroleum ökade vinsten med 21% och höjde utdelningen 10% till PKR 5/aktie. Aktien handlas till en direktavkastning på drygt 6% för innevarande år. Pakistan Oilfields ökade vinsten med 19% för första halvåret och tillkännagav en halvårsutdelning på PKR 17,50/aktie vilket innebär en

Månadsbrev februari 2012 - Tundra Pakistanfond

hygglig direktavkastning på 11% för helåret om de i alla fall lämnar utdelningen för andra halvåret oförändrad. Den kan bli högre.

..och lågt värderade tillgångar

På temat lågt värderade tillgångar berör vi denna gången DG Khan och Pakistan Telecom.

Cementbolagens räkenskapsår slutar 30/6. DG Khan Cements halvårsresultat imponerade. Vinsten ökade närmare 7 gånger till PKR 2,92/aktie (Kurs: PKR 28). Högre priser lokalt var den huvudsakliga anledningen. Fonden äger både DG Khan och dess sydliga och högre värderade konkurrent Lucky Cement. DG Khan är lite särskilt intressant i våra ögon. Bolagets position i norra Pakistan har historiskt inneburit sämre förutsättningar vilket har inneburit att bolagets värdering har varit och förbli väsentligt lägre än Lucky Cement. Den geografiska positionen innebär dock att bolaget numera säljer omkring 10% av sin produktion till Afghanistan och även en växande andel till Indien. Vidare ligger Pakistans framtida vattenkraftprojekt huvudsakligen i norra Pakistan vilket också kan påverka verksamheten positivt. Bolagets totala börsvärde uppgår i nuläget till omkring PKR 12,5 mdr (USD 140 m). Bolagets produktionsanläggningar har en nuvarande kapacitet om 4,2 miljoner ton årligen. DG Khan har skulder på omkring PKR 16 mdr men äger också en investeringsportfölj av börsnoterade aktier som i nuläget har ett värde på omkring PKR 14 mdr (PKR 35/aktie)

där huvudsakliga innehaven utgörs av MCB aktier (85%). Med hänsyn taget till investeringsportföljen och bolagets skuldsättning värderas DG Khan Cement till omkring USD 38/ton cement, vilket kan jämföras med ett återanskaffningsvärde på i alla fall det tredubbla.

Ett annat exempel på lågt värderade tillgångar är i våra ögon Pakistan Telecom som vi anser vara lite missförstådd av lokala aktörer. Bolaget redovisade sin halvårsrapport den 22 februari. Som vanligt redovisar bolaget endast moderbolagets siffror. Därmed finns inte det helägda dotterbolaget Ufone (21 miljoner mobilabonnter) med. Medan Pakistan Telecoms traditionella verksamhet (Fasttelefoni) uppvisar negativ tillväxt växer bredbandstjänster och mobiltelefoni snabbt. 2011 uppgick Pakistan Telecoms intäkter till PKR 104 mdr. Ufones intäkter uppgicksamma år till PKR 56 mdr, siffror som med andra ord inte finns med i Pakistan Telecoms redovisade resultat som enbart anger moderbolagets siffror. Fasttelefoni är en tråkig verksamhet men verksamheten genererade dock PKR 30 mdr i operativt kassaflöde 2011. Det kan jämföras med hela bolagets börsvärde på PKR 60 mdr. Inte alltför högt värderat och då får man ändå Ufone gratis på köpet. Ufone ökade under 2011 vinsten med över 50% till PKR 2,7 mdr och tillhör de 4 största mobiloperatörerna i Pakistan. Lägg därtill en direktavkastning (beräknat på föregående år) om 15%. Vi känner oss således bekväma med att vänta in ett högre värde på aktien.

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
				FY2011E	FY2012E		
National Bank of Pakistan	8,2%	950	Pakistans största bank men fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning	4,3	4,2	11,0%	17,8%
OGDC	8,0%	7993	Pakistans största olja- och gasbolag	9,9	7,8	4,1%	10,2%
MCB Bank	7,7%	1624	Pakistans fjärde största bank, bäst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%	6,9	6,6	6,7%	1,6%
United Bank	6,1%	956	Pakistans tredje största bank, duktiga på IR, innebär sannolik primär beneficiär vid ökat utländskt intresse	4,9	4,5	9,3%	23,1%
Pakistan Oilfields	4,2%	988	Pakistans tredje största olja- och gasbolag	7,5	6,3	10,8%	4,4%
Pakistan Telecom	4,1%	483	Pakistans största telekombolag, omstruktureringsscenario med negativ tillväxt i fast telefoni men 21 miljoner mobilabonnter och hög tillväxt inom bredband	6,4	6,0	14,3%	3,6%
Engro Corp	4,1%	619	Pakistans största konglomerat, fokus på gödselproduktion	5,6	4,4	4,1%	22,6%
Engro Foods	4,1%	313	Pakistans "Unilever", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag	40,7	17,0	0,0%	41,8%
Pakistan Petroleum	4,0%	2544	Pakistans näst största olja- och gasbolag	6,9	5,7	6,2%	-0,1%
Nishat Mills	3,9%	192	Pakistans största textilkonglomerat	1,8	4,3	6,2%	8,5%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

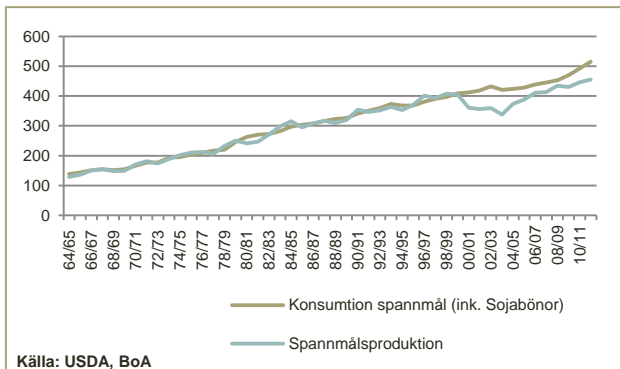
Månadsbrev februari 2012 - Tundra Agri & Food

Tundra Agri & Food – Från ax till limpa

I februari lanserade vi vår tredje fond, Tundra Agri&Food.

I mitten på 1980-talet talades det om köttberg och smörberg i EU. På grund av överproduktionen av mat globalt formades EU om för att skydda den inhemska jordbrukssektorn. Detta är historia. Världslagren av spannmål mätt som lager i förhållande till en årskonsumtion har varit sjunkande sedan 1985. Lagren är fortfarande sjunkande trots att priserna på många mjuka råvaror varit stigande de senaste 4-5 åren. Kina är inte längre självförsörjande av spannmål utan har blivit en mycket stor importör framförallt av sojaböner från Brasilien och Argentina.

Diagram 7: Kina konsumtion och produktion av spannmål



En indikation på hur expansiv matsektorn i Kina erhålls i prisutvecklingen. Kinesiska inflationen föll till 4% under 2011 när ekonomin inte längre växte lika snabbt som historiskt. Under samma period var matinflationen över 9%.

I Tundra Agri&Food vill vi nå exponering mot den långsiktiga starka trenden att många fler får det bättre. Det är det som driver konsumtionen och således prisutvecklingen. Inte barnafödande men att människor lever längre och äter annorlunda. De stora överskottens tid är förbi. Världsbanken skrev i en rapport att fram till 2030 kommer över 600 miljoner lämna absolut fattigdom. Detta kommer att innebära att de konsumerar mera och konsumerar annorlunda. Livsmedelssektorn kräver enligt FN organet FAO investeringar i storleksordningen USD 100 mdr årligen för att försörjningsbalansen ska gå ihop i tillväxtmarknader.

När vi fastställde fondens investeringsmandat var det viktigt för oss att kunna investera i hela värdekedjan. Det finns alltför många exempel (inte minst de noterade

ryska jordbruksföretagen) där ett långsiktigt mycket bra tema tar lång tid att forma till en lönsam affärsverksamhet. Livsmedelsförsörjning är ett politiskt känsligt område med mycket reglering. Reglerna skiljer sig mellan länder och förändras över tiden. Genom att ha möjlighet att investera i hela värdekedjan hoppas vi kunna erbjuda en exponering som passar för de som långsiktigt tror att livsmedelsförsörjning på tillväxtmarknader är ett tillväxtsegment. Fonden investerar helt enkelt "från ax till limpa". Vi investerar i gödsel företag, jordbruksföretag, matproducenter, matföredlare och matdistributörer. Till det kommer underleverantörer till jordbruksindustrin.

Fonden

Tundra Agri & Foods första handelsdag var 3 februari. T o m 29 februari föll fonden 0,9% (SEK), jämfört med MSCI World (SEK) som steg 0,2% och MSCI EMF (SEK) som steg 1,2% under samma period. Vid månadens utgång innehöll portföljen 32 aktier från 14 länder. Vi har nått den riskspridning vi önskat både geografiskt och mellan de delsektorer vi identifierat.

Diagram 8: Tundra Agri & Food - Sektorfördelning

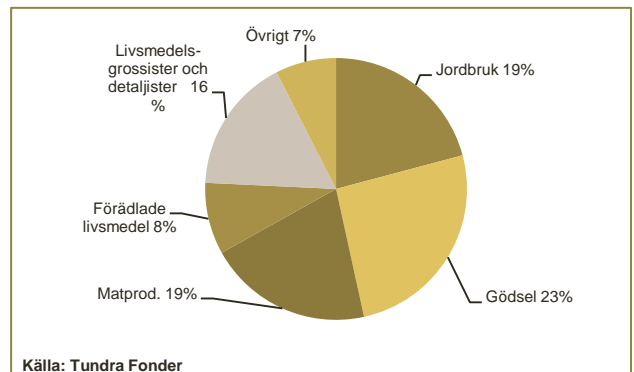
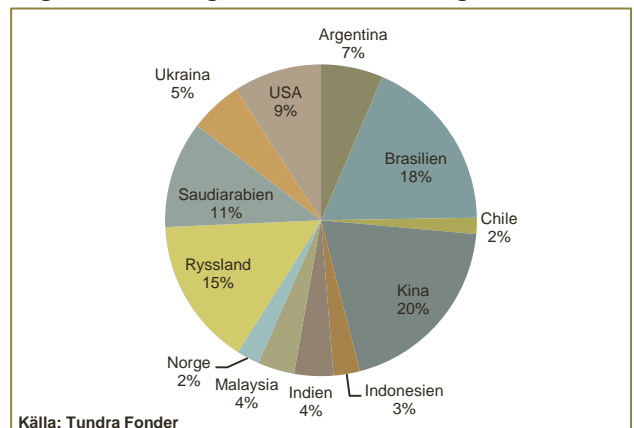


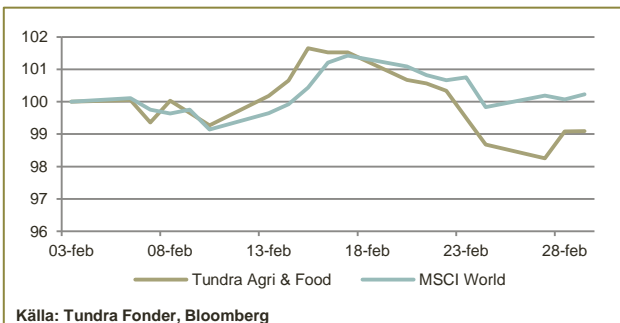
Diagram 9: Tundra Agri & Food - länderfördelning



Månadsbrev februari 2012 - Tundra Agri & Food

Förutom rena tillväxtmarknadsaktier har vi exponerat oss i ett par större internationella aktörer som samtliga gynnas av den positiva utveckling vi ser i tillväxtmarknader, amerikanska John Deere som ett exempel. Bäst utveckling under fondens första månad uppvisade X5 (+25%), Phosagro (+14%) och Sun Art (+12%). Sämst uppvisade Wilmar (-10%), Marine Harvest (-10%) och Black Earth Farming (-9%).

Diagram 10: Tundra Agri & Food vs MSCI World (SEK)



Större innehav från start

Adecoagro – Argentina, jordbruk är fondens största enskilda innehav. Bolaget startades 2002. George Soros ägde då 90% av aktierna och företagsledningen resterande aktier. Under förra året noterades bolaget på Nasdaq. Affärsidén från start var att köpa mark i Argentina med direktavkastning på minst 5% men i vissa fall på uppemot 8%. Sedan vidareförädlade man odlingen för att få upp avkastningen. Typiskt har bolaget köpt betesmark som de omvandlat till odlingsbar mark. Det finns intressanta exempel där bolaget lyckats med risodling på tidigare betesmark. Strategin har varit lyckosam. Mark har sålts vidare när direktavkastningen kommit ned emot 3%. De har gjort goda reavinsterna i markförsäljningar sedan start. Idag äger företaget ungefär 300 000 hektar och är därmed en av världens största privata markägare. Kassaflödena från jordbruksmarken har under de senaste åren investerats i Brasilien för sockerproduktion, men även egna etanolfabriker. Idag definierar sig bolaget som en matproducent och aktör inom förnyelsebar energi. I Brasilien är etanol över 40% av det bilbränsle som används jämfört med drygt 5% i Sverige.

Sun Art – Kina, livsmedelsdetaljst

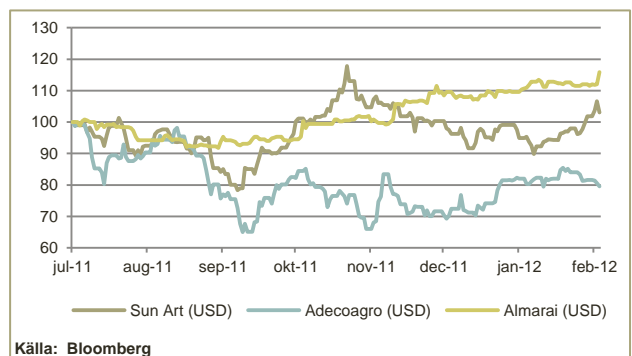
Bolaget är en av Kinas största och mest snabbväxande livsmedelsdetaljister. De är större än både Carrefour och Walmart i Kina. De verkar i segmentet stormarknader (sk Hyper markets) och finns i 21 av 31 kinesiska provinser. Den kinesiska medelklassen anammar snabbt ett amerikanskt konsumtionsmönster att ta bilen

utanför städerna för att handla på ett ställe, vilket är mycket gynnsamt för Sun Art. Bolaget bildades 1998, men det var först 2000 som det formades ett samarbete mellan franska Auchan och Taiwanesiska Ruentex som tillsammans äger en majoritetspost i företaget. Sun Art har över 200 stormarknader under två varumärken - Auchan och RT Mart. Aktien noterades under förra året i Hongkong. Aktien ser vid första anblick inte så billig ut men med ägare som har industriellt kunnande, den marknadspositionen bolaget redan har och tillväxten framöver så tycker vi att den är värd sitt pris. Under förra året då Kinas tillväxt var drygt 9% växte samtidigt detaljhandeln i Kina med närmare 18%. Urbaniseringen i Kina är fortfarande bara 50%, så det finns gott om utrymme för framtida tillväxt. I Kina finns 2 stormarknader per 1 miljon invånare i Frankrike är motsvarande siffra 25.

Almarai – Saudiarbien/Gulfländerna, förädlade livsmedel

Bolaget är det absolut största mejeriet i Gulfländerna med en marknadsandel på nära 50% på färsk mjölk och yoghurt och är även stor aktör inom ost. Bolaget har en 50 årig historia och ett starkt varumärke. Korna arbetar i luftkonditionerad miljö och ger i snitt 15% mer mjölk per ko än i västeuropa. Det var för 4-5 år sedan utvecklingen från ett mejeri till ett bredare livsmedelsföretag tog fart. De använder sitt varumärke och sin existerande infrastruktur inom distribution (42 000 avlämningsställen i Gulfländerna) för att lansera ett stort antal nya varumärken. Initialt började man med olika juicer, men idag säljer bolaget även t ex kyckling och bröd. Historiskt har Gulfländerna inte konsumerat stora mängder mjölk men det håller på att förändras. Kyckling står för endast 5% av bolagets försäljning under 2011 men växte med över 80%. Bröd och juice har i genomsnitt vuxit ca 30% de senaste 5 åren. Under de senaste 12 åren har försäljningstillväxten var jämn på mellan 19-24% per år.

Diagram 11: Sun Art, Adecoagro och Almarai



Månadsbrev februari 2012 - Tundra Agri & Food

Tabell 3: Tundra Agri & Food 10 största innehav

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån *
					FY2011E	FY2012E		
Adeco Agro	Argentina	6,0%	1091	En av världens största privata markägare. Verksamma i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.	22,8	18,2	0,0%	-0,9%
Almarai	Saudiarabien	5,4%	6485	Största mejeri i Gulfländerna med nästan 50% marknadsandel på mjölk och yogurt. Har under senare år breddat verksamheten till bla juicer och andra förädlade livsmedel.	18,9	15,4	2,1%	3,7%
Brasil Foods	Brasilien	5,1%	18243	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojaböner och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien	9,9	8,8	2,1%	4,4%
Saudi Arab Fertilizer	Saudiarabien	4,2%	12182	Saudiarabiens största producent av kväve. Har stor fördel av tillgång till billig naturgas vilket sannolikt kan bestå under lång tid.	11,2	11,5	7,5%	2,1%
United Phosphorus	Indien	4,2%	1466	Indisk gödselproducent, men även leverantör av utsäde, bekämpningsmedel, utrustning och maskiner.	11,2	10,6	1,4%	6,5%
Sun Art Retail Group	Kina	4,1%	12768	Största aktör inom stormarknader i Kina, 12% marknadsandel. Växer snabbt. JV mellan franska Auchan och Taiwanesisiska Ruentex.	39,2	30,0	1,0%	10,0%
Deere & Co	USA	3,6%	33323	En av världens ledande leverantörer till jordbruk i hela världen. Växer mycket snabbt i tillväxtmarknader	13,0	10,8	2,2%	-3,7%
Hypermarcas	Brasilien	3,5%	4080	Ledande konsumentföretag i Brasilien. Med väldiversifierad produktportfölj. Även egna butiker	neg	21,1	1,0%	7,1%
Kuala Lumpur Kepong	Malaysia	3,4%	8350	Producerar framförallt palmolja, naturgummi och kakao. De raffinerar även palmolja för olika produkter	19,3	18,5	3,7%	-7,5%
JBS	Brasilien	3,3%	12598	Världens största producent av nötkött. Finns i alla världsdelar utom Afrika. Även betydande kyckling- och fläskproducent.	187,9	17,3	0,0%	16,2%

* Avser perioden 3/2 -- 29/2

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder