



TUNDRA FONDER

Resedagbok Del 2: Bangladesh Hösten 2014

Andelar i värdepappersfonder kan både öka och minska i värde, det är därför inte säkert att man vid försäljning alltid får tillbaka investerade pengar. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Fondens värde kan variera kraftigt pga fondens sammansättning och de förvaltningsmetoder fondbolaget använder. Informationsbroschyren, årsredovisning, halvårsredogörelse, faktablad och övrig information finns på vår hemsida. Du kan också kontakta oss om du vill att vi ska skicka dessa handlingar kostnadsfritt till dig. Har du några frågor är du välkomna att ringa oss på telefonnummer 08-55 11 45 70.

Resedagbok – Bangladesh hösten 2014

Karachi – Dubai - Dhaka

22.30 lämnar vi Karachi. Efter mellanlandning i Dubai (direktflyg mellan Karachi och Dhaka går bara en gång i veckan) tar vi 01.45-planet till Dhaka.



Vi landar kl 09.00. Ett tydligt intryck vid pass- och visumkontrollen är frekvensen av andra västerlänningar, turister. Ovanlig syn. En tydlig skillnad mot Pakistan är frånvaron av vapen. Skillnaden i säkerhetspolitiskt läge gör sig påmind. Man ska aldrig underskatta rädsla, befogad eller ej, som en faktor bakom investeringsbeslut.



Pass- och visumkontroll vid Hazrat Shahjalal International Airport

Vi kommer in till hotellet lagom för att sätta oss i bilen till första mötet. Lite grus i ögonen men inte första gången. Vi börjar dagen med att träffa Marico Bangladesh. Deras finanschef Iqbal Chowdry tar emot oss. Marico är Bangladesh äldsta noterade tillverkare av hårvårdsprodukter. Deras storsäljare (80% av omsättningen och med ungefär lika stor marknadsandel) är fortfarande en kokosolja helt fri från tillsatser. Det huvudsakliga användningsområdet är som hårvårdsprodukt men faktum är att den även går att förtära (vilket en del enligt bolaget gör).



Finanschef Chowdry berättar om sitt bolag – Storsäljaren, kokosbaserad hårolja, stora blåa flaskan i mitten.

Hårolja låter kanske som en smal produkt här i Sverige men i såväl Bangladesh, Pakistan och Indien är det en produkt som är ungefär lika naturlig att använda som balsam. Ofta tillsätter man den innan man går och lägger sig och den får sedan verka över natten. Bolaget är ett dotterbolag till betydligt större Marico i Indien. Då de flesta Bangladeshere tittar på indisk TV innebär det att det betydligt mindre dotterbolaget åtnjuter moderns större finansiella resurser när det gäller TV-reklam. En viktig fördel. Det visade sig också att det fanns en god förståelse för behovet av att diversifiera sig inför förändrade efterfrågemönster i framtiden. Nya produkter i olika prisklasser hade försiktigt introducerats och vi gillade affärstänket bakom prissättning och timing för introduktion. Att bygga upp 790 000 återförsäljare runt om i Bangladesh är ytterligare något i den positiva vågskålen.

Efter Marico tog vi oss an ett annat bolag med inriktning mot privatkonsumtion – Bata Shoe. Vi är väl bekanta med bolagets verksamhet givet att vi var tidiga investerare i Bata Pakistan. Precis som sin pakistanska namne är Bata ett dotterbolag till Bata International och själva varumärket Bata har nog de flesta svenskar stött på någon gång.

Resedagbok – Bangladesh hösten 2014

Bolagen har också den gemensamma nämnaren att det finns en uttalad strategi att uteslutande satsa på den egna marknaden snarare än export. Med närmare 50 år i ryggen i Bangladesh är man (precis som i Pakistan) den mest kända skokedjan. Bolaget har 285 egna butiker runt om i Bangladesh och ytterligare 450 återförsäljare. Till sina egna enkla och prisvärda produkter är man därtill återförsäljare för Reebok, Nike, Scholl och Hush Puppies. De senare märkena i kombination med en tydlig strategi till att gå mot större och fräschare butiker har man också gemensamt med Bata Pakistan. Det säljs idag ca 200 miljoner par skor i Bangladesh. Med i genomsnitt 1,7 par sålda skor per invånare lägger man sig föga förvånande långt ner i världsrankningen.



Shamoon och Mattias på väg in till Bata

Vi fick även möjlighet att ta en rundtur på en av deras två fabriker. Här tillverkas årligen ca 30 miljoner par skor.



Fabrikschefen ger Tundra en guidad tour i fabriken



Första delmomentet i sandaltillverkning, gjutna fundament, inspekteras



Batasandaler redo för leverans

Efter Bata var det dags för Matin Spinning, en garntillverkare. Med våra goda kunskaper om pakistansk textilindustri var det intressant att jämföra. Textilindustrin drabbades hårt under 2013. Dels kännetecknades året av omfattande strejker (90 dagar (!)) men än värre var sannolikt den stora branden under våren 2013 där hundratals arbetare omkom. Branden föranledde en nationell revision av alla textilfabriker i Bangladesh. Nu börjar industrin ana ljuset i tunneln. Den senaste tiden har handlat om att revisioner av drygt 4 000 fabriker nu är avklarade. Enligt dessa rapporter konstaterades missförhållanden i ett par procent av fabriker. Dessa har stängts ned och den kvarvarande industrin börjar nu se normala marknadsförutsättningar. I grunden är vi något skeptiska till textilindustrin i Bangladesh relativt Pakistan givet avsaknad av bomull (importeras). Därtill har Bangladesh redan under flera års tid åtnjutit särskilt förmånliga exportvillkor till EU. Givet att man (Tundras intryck) ligger ca 6-7 år bakom Pakistan i sin

Resedagbok – Bangladesh hösten 2014

energipolicy åtnjuter man dessutom fortfarande subventionerade priser på gas till sina gaseldade kraftverk. Här är Bangladesh på väg mot en tydlig gasbrist såvida inte borrhandet i bengaliska viken inom kort ger tydliga resultat. I nuläget står letandet relativt stilla då producenterna vill förhandla sig till högre priser (USD 6 dollar/mmbtu mot nuvarande 3). I bakfickan har Bangladesh (precis som Pakistan) stora kolfyndigheter och det sker en satsning på koleldad kraft som inledningsvis kan eldas med importerad kol. Att gå från diskussion kring lösningar till faktisk implementering är dock ett stort steg. Den del av Bangladesh som främst skulle behöva kol som kraftkälla, de södra delarna, har också problemet med utrymme (koleldade kraftverk kräver stora utrymmen för förvaring av bränsle samtidigt som Bangladesh är ett av världens mest tätbefolkade länder med stor koncentration av denna i de södra delarna). Vi ser ett potentiellt problem för framtiden som vi anar en viss lättja gentemot. I den positiva vågskålen finns dock att de närmaste åren är caset i Bangladesh "enklare" p.g.a. den upplevt lägre säkerhetspolitiska risken. I perspektivet 10 år och därefter ter sig dock Pakistan bättre positionerat då man redan är mitt i hanteringen av de problem vi Bangladesh kan stå inför och som vi just nu inte riktigt tas på allvar. I Pakistan har vi ett bra relativexempel i Nishat Chunian (huvudsakligen garntillverkare). Den aktien handlas till omkring 6x årsvinsten jämfört med Matin Spinnings ca 14x. Därtill äger Nishat Chunian aktier i kraftproducenten Nishat Power som är värda ungefär hela börsvärdet. Vi ser bättre investeringsmöjligheter i pakistansk textilindustri.



Möte med representanter för JBL, huvudägare i Matin Spinning.

Vår andra dag inleds med möte med en av de största cementproducenterna i Bangladesh – Heidelberg Cement. Bangladesh saknar kalksten vilket innebär att alla tillverkare (utom Lafarge Surma som vi berättar mer

om längre fram i texten) importerar halvfabrikatet klinker. Detta mals sedan och blandas till cement. Klinker importeras bl.a. från Indien, Thailand och Indonesien. Detta innebär att tillverkningskostnaden blir relativt hög och att prissättningen i Bangladesh relativt väl följer prissättningen i de länder man importerar cement ifrån. Det innebär också att flertalet av bolagen arbetar med relativt låga marginaler. Precis som för många andra varor skyddar landet sina tillverkare genom höga importtariffer på cement. En kortsiktig lösning som förvisso inneburit att en industri vuxit upp men man kan ifrågasätta det långsiktigt hållbara i det. Det finns en kapacitet att tillverka 25 miljoner ton cement om året men endast 15 miljoner ton konsumeras i nuläget. Överkapaciteten har sitt ursprung i spåren av finanskrisen 2008-09 då cementbolagen efter ett antal år med stark efterfrågan och med hjälp av extremt låga räntor byggde upp en väsentlig överkapacitet. Efterfrågan växer med omkring 1,5x BNP tillväxten vilket i nuläget ser ut att innebära ca 10% om året de kommande åren. Med en P/E-värdering på drygt 20 gånger ser bolaget dock dyrt ut, särskilt i jämförelse med sina pakistanska konkurrenter som fortsatt i snitt handlas under 10x årsvinsten.



Möte med Heidelberg Cements finanschef

Vi fortsätter därefter till BRAC Bank. Det är en av de fem största bankerna men också den yngsta. En entreprenörsledd ledning har byggt en välskött bank som fokuserar på små och medelstora bolag. Som bolaget självt uttrycker det: Lån på upp till USD 3500 sköts av mikrofinansinstitutet, lån på över USD 20 000 tas av de största bankerna medan BRAC Bank arbetar i segmentet däremellan. De mindre lånen ges utan säkerhet eller borgen. Detta föranleder en diskussion. Det visar sig dock att bolaget har en organisation som tycks väl kapabel att hantera denna högre risk.

Resedagbok – Bangladesh hösten 2014

Ett "kundansvarssystem" som bygger på noggrann personkännedom innebär att man ger intryck av att ha ett fungerande riskhanteringssystem. De historiskt höga räntemarginalerna (9%) som ligger en god bit över konkurrenterna talar också för detta. Bolaget har en aggressiv expansionplan där målet är att växa med 20% årligen, en nivå man komfortabelt klarat historiskt. Bland aktieägarna återfinns bl.a. IFC Världsbanken och moderorganisationen BRAC har en stor trovärdighet och ett gott rykte i Bangladesh. Så här långt skulle vi kunnat vara nöjda. Men så kommer vi till det som verkligen är intressant med BRAC Bank. Man äger 51% av ett bolag som heter bKash. Ringer några klockor? Om vi säger M-Pesa ringer nog en klocka hos en del av våra andelsägare i alla fall. bKash:s verksamhet är mycket riktigt mobilbetalningar. Sedan starten 2011 har bolaget växt från noll till 15 miljoner användare. Tidigare i år gick man förbi M-Pesa (Kenyanska Safaricoms motsvarighet) som idag har 13 miljoner aktiva användare och startade 2007. Mpesa är ett exempel som lyfts fram som en hejdundrande succé (även av oss) och ett föredöme för hur man löser betalningar i ett land där få människor har närhet till ett bankkontor. Ju mer vi hör om bKash desto mer tagna blir vi. bKash hanterar betalningar mellan mobiler. Det går också att skicka pengar t.ex. till sin mor på landsbygden som sedan kan hämta ut pengarna hos någon av bolagets 100 000 agenter.

Betalningarna används för övrigt idag närmast uteslutande för att skicka pengar inom landet. Med åtanke att det kan ta en dryg timme att köra genom Dhaka kan man förstå poängen med det. Lösningen fungerar förstås även utan smartphone. Man loggar in med en särskild pin och skickar sedan sin betalning via sms. I nuläget är tjänsten enbart avsedd för användning mellan konsument-konsument och konsument-agent (uttag och insättning) men framöver kommer man även att kunna betala för varor i butik samt butiker kommer ha möjlighet att betala varandra. Man har också etablerat filialer utomlands där det t.ex. från Storbritannien går att skicka pengar via BKash. Det innebär att en betalning garanteras vara framme på 10 minuter jämfört med förr då man fick skicka över pengar och därtill sedan hämta ut dem på ett bankkontor.



Tundra med Brac Banks finanschef



Shamoon utanför en av bKash:s 100 000 agenter. bKash logo till vänster.

BKash har ej varit ensam men har sprungit ifrån motståndarna till 90% marknadsandel. Marknadsandel blir vid någon tidpunkt en framgångsfaktor i sig. För att en ny teknisk lösning skall bli framgångsrik krävs förstås framförallt andra användare. Hur roligt vore det t.ex. att vara ensam facebookanvändare? Vi konstaterar också en bra mix av personer bakom bolaget. Bland utvecklarna återfinns originalutvecklarna till M-pesa och i styrelsen sitter bl.a. grundaren till Grameenphone. Bkash räknar med att inom 3 år ha 25 miljoner användare. Om vi tittar på Safaricoms Mpesa så använder 1/3 av kenyanerna denna betalningslösning regelbundet. Motsvarande siffra i Bangladesh skulle innebära 50 miljoner användare. Till skillnad från i Kenya så kräver myndigheterna i Bangladesh att mobilbetalningsbolag ska ha en banklicens. Detta har stoppat de största mobilteleoperatörerna. Riskerna med denna typ av bolag är förstås enorma men för de som lyckas skapa en "killer app" är det också i denna typ av bolag man som investerare kan bli som mest rikligt belönad. Det faktum att bKash under sina fyra års

Resedagbok – Bangladesh hösten 2014

levnad sprungit ifrån konkurrenterna och nu nått en väsentlig spridning minskar exponentiellt risken för att någon annan konkurrerar ut dem. Såvida bolaget inte gör bort sig så kan detta bli ett framtida guldkorn. IFC köpte in sig med 10% i bKash för drygt ett år sedan till en värdering på USD 115 miljoner. Om vi justerar BRAC Banks värdering för detta så faller värderingen på kärnverksamheten till P/E 8 och P/JEK 0,9. Inte så illa för en snabbväxande bank. Särskilt inte när man på köpet får "M-pesa för 4 år sedan", M-Pesa som är en av de mest återberättade "frontierhistorierna" de senaste åren. Vi går ut ur mötet med känslan av att vi kan ha hittat något bättre.



Utanför Brac Banks huvudkontor i centrala Dhaka

Vi fortsätter med att träffa Delta Brac House Finance Corp. Detta är ett bolag som har 40% av bostadslånemarknaden. Det är ett mycket välskött bolag med en diger ägarlista, bl.a. IFC Världsbanken, BRAC och HDFC (India). Historiskt mycket låga kreditförluster (0,2% i osäkra lån) är en siffra vi behöver få upprepad ett antal gånger innan vi plitar ner den. Bolaget lånar typiskt ut 70% av en bostads värde och drar sedan ränta månatligen från låntagaren. En välsörd organisation innebär att man har möjlighet att snabbt agera om en låntagare är försenad med sin betalning. En lång diskussion kring huruvida inte bankerna med "one-stop-shop-lösningar" på sikt kommer ta marknaden ifrån Delta följer. Detta har vi sett inte bara i västvärlden utan även i Pakistan där motsvarande bolag inte längre är en relevant aktör. Vårt argument är att banker som har möjlighet att ha flera olika sorters intjäning på kunden (finansiering, sparande, betalkort osv) på sikt kommer locka över kunderna och Delta argumenterar varför Bangladesh är annorlunda. Vi är båda överens om att oavsett hur utfallet blir så kan det ta tid att förändra nuvarande struktur. Ett bolag som arbetar för att förse människor med boende behövs i Bangladesh. Landets yta är ungefär en tredjedel av

Sveriges men med 16x fler invånare. Varje år flyttar 100 000 människor in till Dhaka som nu huserar 20 miljoner människor, lika många invånare som i Karachi men på ca 1/3 av ytan. Det sker också en diskussion kring varför vi inte ser mer av det vi just nu ser i Karachi, dvs att nya bostadsområden byggs upp utanför kärnan. T.ex. Bahria Town ett par mil utanför Karachi har en smart lösning där man bygger en egen tåglinje som på 15 minuter tar invånarna in till Karachis centrum. I Dhaka verkar man inte ha kommit lika långt i tankarna ännu. Trafiken och den tidsförlust den innebär att transportera sig innebär att invånarna helst bor inne i staden. Än så länge. I projektplanen finns dock ett t-banesystem. Det skulle behövas.



Diskussion om bostadsmarknaden i Bangladesh med Delta Brac House Finance Corp.

Efter detta bär det iväg till Bangladesh största cementbolag, Lafarge Surma Cement. Vi får träffa finanschefen som innehaft denna positionen under hela bolagets transformering till nuvarande position emedan verkställande direktörer kommit och gått. Ett bra möte. Lafarge Surma är unikt i sektorn då man är det enda bolaget som är helt vertikalt integrerat och detta har man åstadkommit på ett ganska anmärkningsvärt sätt. Bolaget ligger i norr vid indiska gränsen. Genom ett 7,5 kilometer långt transportband över indiska gränsen hämtar man sin kalksten från det helägda indiska dotterbolagets kalkbrott som sedan bränns till klinker varefter denna vidareförmedlas till cement. Då de nuvarande viktigaste gasfyndigheterna ligger just intill Lafarge Surma står man också först i kön på den gas som transporteras i pipelines söderut. Då gasförsörjningen börjar bli ansträngd och än mer så kommer bli i framtiden är detta en oerhört viktig fördel (bolaget kan inte skäras bort från nätverket). Därtill köper man sin gas på osedvanligt låga nivåer genom existerande avtal som slöts för många år sedan. Det innebär att bolagets egna gaseldade kraftverk förser anläggningen med el till en kostnad som är 60% lägre

Resedagbok – Bangladesh hösten 2014

(USD 0,04/kWH) än marknadspriset via det statliga elnätet. Elkostnad som normalt utgör mellan 20-30% av tillverkningskostnaden för ett cementbolag utgör i Lafarge Surmas fall endast drygt 10%. Den framtida försörjningen av kalksten är god. Förvisso talas det mycket om att Indiens kalkstensreserver börjar bli uttömda och det skulle förstås potentiellt kunna bli ett framtida problem för Lafarge vid utökning av brytningen. Givet att regionen där bolagets indiska dotterbolag ligger är isolerad från övriga Indien, såväl i termer av landgränser som fysiskt i form av bergskedja så är det dock svårt att se att detta skulle bli ett reellt problem för bolaget under en överskådlig framtid. Därtill har bolaget tillstånd att bygga ett parallellt transportband bredvid nuvarande, något som i förlängningen kan dubbla kapaciteten. Lafarge Surmas förutsättningar är sannolikt de mest idealiska vi sett för ett cementbolag och bruttomarginalerna på 40% är därför 7-8% högre än de mer effektiva pakistanska producenterna som har betydligt högre energikostnader och mer konkurrensutsatt marknad. Lafarge Surmas värdering är dock också iögonfallande. Investerare betalar idag mer än 30x årsvinsten vilket är t.o.m. högre än de afrikanska cementbolagen innan den senaste tidens kursfall.



Tundra med Lafarge Surma Cements finanschef. Nedan en modell av bolagets fabrik. Längst ned till vänster kommer kalkstenen in ifrån indiska gränsen.

Dagens avslutas med middag med grundaren till API-tillverkaren Active Fine, Saifur Rahman. API står för Active Pharmaceutical Ingredient och är förenklat uttryckt grundingredienser till läkemedel, som mjölet i ett bröd skulle man kunna säga. Själva basen för att tillverka flertalet av de läkemedel världens tillverkare använder. Den grundläggande råvaran utgörs av risprotein, där Bangladesh har en relevant fördel som en av världens största exportörer av ris. Således tycks sådan tillverkning i Bangladesh relativt logisk. Det finns ett antal läkemedelstillverkare, huvudsakligen generika, i Bangladesh. Innan Active Fine satte igång sin verksamhet för ett par år sedan importerades dock 100% av alla ingredienser till läkemedel. Active Fine levererar nu 10% av behovet till marknaden och denna andel växer. Det är inte en enkel process, något som exemplifieras av bl.a. en stor förgiftningsskandal i Pakistan för något år sedan. En stor utmaning för ett bolag som Active Fine är därför att finna kompetenta anställda. Något som föranlett dem att initiera en egen högskoleutbildning där deras egna kemiingenjörer deltar som lärare.



Tundra med grundaren av Active Fine

Mr Rahmans personliga historia och vision är fängslande. Sannolikt bra material till en framtida film. Han studerade i USA, gick vidare till doktorandstudier men rekryterades av Merck. På plats slogs han av enkelheten i tillverkningen men också de låga tillverkningskostnaderna relativt slutpriset. Han konstaterade att Bangladesh borde vara idealiskt för API tillverkning, åkte tillbaka och resten är som man brukar säga historia. Hans vision om att utveckla bolaget och säkerställa att folket i Bangladesh får samma tillgång till mediciner som vi i väst är därtill beundransvärd. Riskerna med denna typ av verksamhet är mycket stora. Allt bygger på varumärke och trovärdighet, något som kan spolieras över natten

Resedagbok – Bangladesh hösten 2014

vid minsta misstag i tillverkningsprocessen. Potentiellt är dock bolaget en framtida asiatisk läkemedelsjätte. Med nuvarande börsvärde på USD 80 miljoner och en historisk tillväxt på 40%, en tillväxt som än så länge enbart begränsas av kapacitetsutbyggnad, ter sig bolaget ligga på rätt sida risk-reward bedömningen. Vi lämnar middagen med många nya tankar.

Vår sista dag i Bangladesh inleds med möte med Summit Power som är ett av få noterade bolag inom kraftindustrin. Bolagets kontor ligger i ett av de äldre affärskvarteren i Dhaka där stadens största frukt- och grönsaksmarknad också håller till. Det blir till att promenera en bit när vägen plötsligt blir oframkomlig i morgontrafiken.



Shamoon och Mattias i morgonruschen

I princip all el i Bangladesh genereras idag genom gaseldade kraftverk. Regeringen har dock förstått att gas håller på att bli en bristvara. Det pågår borring efter gasfyndigheter i bengaliska viken men förhandlingarna om vilka priser som skall gälla (regeringen erbjuder USD 3/mmbtu medan producenterna vill ha USD 6) går långsamt. Parallellt pågår därför ett arbete att stimulera till byggnation av koleldade kraftverk. Problemet med dessa är att det är skrymmande verksamhet p.g.a. det stora behovet av lagringsutrymme. Bangladesh har

stora kolfyndigheter (uppskattade till 2,5 mdr ton), något som i teorin kan förse landet med el de närmaste 100 åren. Att få denna i produktion är dock svårt så länge gasbristen inte blir akut. Vi känner igen denna diskussionen från Pakistan för drygt 10 år sedan där det krävdes en allvarlig energikris för att (6 år senare) de första koleldade kraftverken ska närma sig operationell verksamhet. Elbrist är ett mindre problem för Bangladesh idag. I de mer utsatta områdena kan det handla om 1-3 timmar per dag. Om landet inte får igång byggnation de närmaste åren finns det dock en risk att landet följer i Pakistans fotspår, en kris som Pakistan först nu börjar se ljuset i tunneln avseende.



Vi kryssar genom trafiken vidare till nästa möte, Islami Bank, Bangladesh ledande islamiska bank. Vi har följt sektorn i Pakistan under flera år och är där en av de större ägarna i ledande Meezan Bank. Den stora skillnaden mellan islamisk banking och traditionell är att man ej tar ut ränta. Om t. ex. ett bolag vill låna till en ny fastighet så levererar banken istället en form av leasing, där banken står som ägare men där "låntagaren" har möjlighet att köpa tillbaka sin tillgång till ett förutbestämt pris alt. för längre "lån" gradvis betalar av skulden. Skillnaden mellan det ursprungliga priset och det framtida priset kan förstås betraktas som ränta. Islamisk banking växer snabbt. I Pakistan är tillväxttakten i insättningar dubbelt så hög som för traditionell. Även i Bangladesh växer sektorn snabbare

Resedagbok – Bangladesh hösten 2014

Ur en västerländsk investerares perspektiv finns det vissa reella fördelar. Säkerheten för lånen är på pappert bättre eftersom banken redan besitter ägande. Det innebär att processen att likvidera kundens tillgångar vid eventuella kreditproblem blir något steg enklare. Islami Bank är en av de första islamiska bankerna i Asien och Bangladesh största privatägda bank. Bolaget har en marknadsandel på mellan 10-15%. Islamisk banking har växt i popularitet de senaste tio åren. Det har dock i sin tur skapat ett problem att investera de kundinsättningar som kommer in. Ca 20% av bolagets tillgångar måste idag deponeras till omkring 2,5% ränta hos centralbanken, detta i väntan på islamiska obligationer (sukuks) alternativt en större marknad för islamiska produkter. Detta innebär i sin tur att bankens intjäning är väsentligt lägre än de bästa konkurrenterna inom traditionell banking. Givet utvecklingen vi ser runt om i världen där muslimska länder alltmer blir aktiva emittenter bör dock detta vara ett övergående problem. Till en värdering på 1,2x JEK och med ett kundklientel som idag växer med omkring 20% om året ter sig värderingen mer rimlig än för konkurrerande investeringsmöjligheter.



Ovan: Utanför huvudkontoret till Islami Bank
Nedan: Tundra med Islami Banks finansavdelning

Från Islami Bank beger vi oss sedan till en lunch med Olympic Industries och en av deras styrelsemedlemmar, tillika sonson till grundaren. Olympic är idag framförallt verksamma inom konfektionsbranschen och specifikt kex och kakor. Givet vår djupa erfarenhet av sektorn från andra marknader blir det en mycket intressant diskussion där vi t.o.m. glömmer att beställa mat. Tanveer Ali som vi träffar växte upp i Kanada men flyttade 2006 tillbaka till Bangladesh för att hjälpa till med familjeföretaget. Bolaget har under hans tid ställt om verksamheten, från att tidigare ha tillverkat allt från batterier till kulspetspennor till att numera nästan uteslutande (>90%) tillverka kex och kakor. Bolaget har varit mycket framgångsrika med en produkt som konsumeras inom alla samhällsklasser. Vi ser produkterna i allt från mindre speceriaffärer till de typiska försäljningsställena, ett hål i väggen, på gatan. Vi kommer in på frågan kring distribution som är helt avgörande för denna typ av verksamhet. Bolaget har 1000 egna säljare som alla ansvarar för mindre geografiska områden. Det innebär att bolagets produkter i princip har 100% tillgänglighet bland befolkningen. Värderingen är hög men det är ett mycket välskött bolag som i våra ögon har nyckeln till hur man växer i ett land med Bangladesh marknadsförutsättningar.



Tundra med representat för ägarfamiljen av Olympic Industries

Från Olympic beger vi oss vidare till Envoy Textiles, en jeansstygillverkare. Bolaget är 100% exportfokuserat, vilket är vanligt inom textilsektorn. De tillverkar alla former av jeansstyg vilket vi får möjlighet att se med egna ögon vid ett besök i deras utställningsrum. Man har dock ingen sömnad inom verksamheten. Exempel på bolag där Envoy levererat tyget är enligt egen utsago H&M, Marks & Spencers och Walmart. Det blir en

Resedagbok – Bangladesh hösten 2014

diskussion som är mycket fokuserad på svårigheterna i sektorn efter branden (se även tidigare i vår resedagbok) i en stor textilfabrik som kostade flera hundra människors liv för ca 1,5 år sedan. Detta inledde en massiv internationell revision där över 4000 fabriker har besökts och kontrollerats. Slutresultatet var att endast ett par procent inte uppfyllde internationella regelverk. I lokala tidningar har detta givit stora rubriker inklusive uttalanden från internationella inköpare om att inköpen nu skall återupptas. I realiteten anser iaf Envoy att händelsen fortsatt är ett hinder vid diskussionen av nya kontrakt, en bekräftelse på riskerna med ESG-frågor (miljö, arbetsrätt, bolagsstyrning).



Tundra i Envoy Textiles utställningshall.

Efter mötet med Envoy beger vi oss till ACI Group som startades som ett dotterbolag till internationella ICI men som idag är ett av de största konglomeraten i Bangladesh. De är verksamma inom allt från läkemedel till jordbruksprodukter till det nyaste verksamhetsområdet, detaljhandel. Vi hittar bolagets produkter i de flesta butiker vi är inne i. Mycket av diskussionen fokuserar på ett nuvarande problemområde, snabbköpskedjan Shwapno där ACI är en av pionjärerna på modern detaljhandel. Lokalt är man mycket kritiska till verksamheten som hittills uppvisar förluster. Bolaget själva är tyvärr mycket

förtegn kring vad man gör för att vända utvecklingen. Vi konstaterar att det huvusakliga problemet är relativt höga hyror i centrala Dhaka samt finansiella kostnader från uppstarten. Vid senare platsbesök i en av butikerna konstaterar vi att det är relativt god aktivitet, trots att det är sent på kvällen. Formatet som sådant är sannolikt strategiskt riktigt. Givet trafiksituationen i Dhaka föredrar medelklassen och därutöver fortsatt att bo centralt för att hinna till jobb och skola. Vi avslutar kvällen med att besöka ett antal livsmedelsbutiker, bl.a. Shwapno men också konkurrerande Meena Bazar (onoterat).



Entrén till Shwapno



Konkurreterande Meena Bazar ligger intill

Resedagbok – Bangladesh hösten 2014



Bra aktivitet hos Shwapno



Maricos produkter väl exponerade

Vår sedvanliga genomgång av utbud, priser och positionering i livsmedelsbutikerna är som vanligt intressant. Oavsett nationalitet är vi konsumenter i slutändan ganska lika. Vilka produkter sticker ut? Men det finns också andra pusselbitar att snappa upp. Hur kan Shezans ketchup vara lika billig som Prans (lokalt märke) trots importtariffer? Har de startat lokal produktion?



National:s kryddblandningar säljs även i Bangladesh. Pakistanierna generellt kommit längre här.



Även Shezan har hittat till hyllorna i Dhaka

Resedagbok – Bangladesh hösten 2014

Transporten från hotellet till flygplatsen går i god tid. Tre timmar innan planet lyfter ska vi lämna hotellet för den ca 8 km långa resan. fredag innebär helgdag (istället arbetar man söndag). Trafiken är begränsad och vi konstaterar att samma resa som motsatt håll tidigare tog över en timme går på ca 10 minuter.

Det har på många sätt varit en lärorik resa. Vi konstaterar som väntat att de gemensamma nämnarna med Pakistan är många. Intrycket är att Bangladesh befinner sig ett antal år bakom Pakistan. Rätt använt ger det dem möjligheten att dra nytta av sitt forna unionslands misstag, inte minst inom energiområdet. Vi själva är av naturen skeptiska betraktare av det mesta vi stöter på och föredrar nog pakistaniernas tydliga förståelse för de utmaningar de står inför. I flera av våra möten i Dhaka anar vi en något mer avspänd inställning till utmaningar endast ett par år in i framtiden. Utöver energiområdet kan det vara så att systemet med att aktivt arbeta med importtariffer som ett verktyg för att främja lokal produktion inte långsiktigt främjar utveckling av produktivitet. En mycket viktig konkurrens fördel som Bangladesh har är det säkerhetspolitiska läget och större internationell acceptans. Man ska inte underskatta effekten av att investera helt enkelt är mindre rädda att resa till landet. Läger vi därtill landets kostnadsfördelar i kombination med utvecklad infrastruktur att hantera internationell handel, samtidigt som trenden mot nytt tillverkningsursprung (made in China ersätts med made in Bangladesh/Vietnam/Pakistan) förblir stark bör Bangladesh ha iaf 5-10 år med goda förutsättningar för hög tillväxt och därmed möjlighet att rätta till de svagheter vi som utomstående betraktare idag konstaterar.

Som investerare konstaterar vi att det som vanligt kan vara vanskligt att stirra blint på de största bolagen för att bedöma värderingen på marknaden. Den genomsnittliga värderingen på de bolag de flesta utländska investerare har i sina portföljer är t.o.m vad vi skulle kalla orimliga. Sannolikt förstärkt av det faktum att detta är en aktiemarknad som drivs framförallt av mindre lokala investerare (90-95% av handeln). Under detta segmentet av bolag ser bilden dock ofta annorlunda ut. Som vanligt handlar det helt enkelt om att gräva lite djupare. Man kan inte heller vara annat än nöjd med att vara den enda västerlänningen på planet mellan Dhaka och Colombo. Ett bra tecken på att det finns mer att göra.



Ensam (som vanligt) på väg in i planet mot Colombo