

TUNDRA FONDER

Resedagbok Del 1: Pakistan november 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 – Pakistan hösten 2014

Inledning

Tundra lanserade sin första fond för drygt tre år sedan med visionen "att göra det otillgängliga tillgängligt". Vi blev av förståeliga skäl minst sagt skeptiskt bemötta när vi meddelade att vår första fond var en pakistanfond. Snart 20 år av arbete med nya aktiemarknader har givit lärdomen att detta är en av de bästa förutsättningarna för att faktiskt ha möjlighet att skapa ett mervärde medan det farligaste som finns för vilken investeringskategori som helst är konsensus. När vi tog oss an gränsmarknader för drygt tre år sedan konstaterade vi att dessa marknader med över en miljard invånare följdes av endast ett fåtal investerare. Med vår erfarenhet av att tidigare ha varit med och introducerat nya aktiemarknader var vi därför överens om att ta dessa marknader på samma allvar som de flesta tar aktiemarknaderna i Europa och USA. Vårt analyskontor i Karachi var det första av de stegen.

Vårt arbete har dock endast börjat. På en presentation jag höll för ett par månader sedan fick jag frågan: "Vad är er målsättning för 2015?". Jag svarade: "Att bli bättre". Tundra Pakistanfond har sedan starten i oktober 2011 avkastat närmare 50% mer än sitt jämförelseindex MSCI Pakistan net (SEK). Tundra Frontier Opportunities är sedan starten i april 2013 en av världens bästa inom sin kategori. Vi har skapat en överavkastning på närmare 20% jämfört med MSCI FMxGCC net index. Det är förstås en bra start. När vi ser hur mycket vi har kvar att göra, alla områden vi kan förbättra så konstaterar vi dock att vi hade kunnat vara så mycket bättre. Vi har missat många investeringsstillfällen under den här tiden och vi konstaterar att vårt arbete för 2015 därför handlar om

att ta ytterligare ett steg emot att missa mindre, eliminera kunskapsluckor, en efter en. Vi ska fortsätta bygga en organisation och finslipa ett arbetssätt som metodiskt kartlägger våra marknader, fler bolag, djupare i varje bolag. Att ständigt förbättra kvaliteten i vårt sätt att arbeta så att vi säkerställer att vi utvecklas i takt med så som våra marknader utvecklas, vilka nya bolag som växer fram. Vår del av världen genomgår ständig utveckling och förändring och det kommer bara att gå fortare härifrån. Arbetet sker vid skrivbordet i Stockholm och det sker vid vårt analyskontor i Karachi, men det sker också genom våra resor. Kvalitativa möten med faktiska beslutsfattare, med de personer som styr dessa bolags framtid men också de personer som är på väg att notera nästa generations bolag. Våra möten handlar mindre om att få information som redan är känd i årsredovisningar och annat offentligt material, utan mer om att få en känsla för vilken information som väntar runt hörnet. Möten handlar så mycket om att läsa människor, att utvärdera nyanserna i det som sägs. Tror vi på de här personerna? Kan de här personerna skapa mervärde till våra andelsägare? Det blir en viktig pusselbit i det arbete som i slutändan kan leda till en investering. Vår resa denna gången tog oss genom tre länder på elva dagar. På de kommande sidorna redogör vi för en del av våra intryck. Av utrymmesskäl delar vi upp vår reseberättelse i tre delar. På följande sidor finner ni våra intryck från senaste resan till Karachi.

Trevlig läsning!

Mattias Martinsson
Förvaltningschef, Tundra Fonder AB

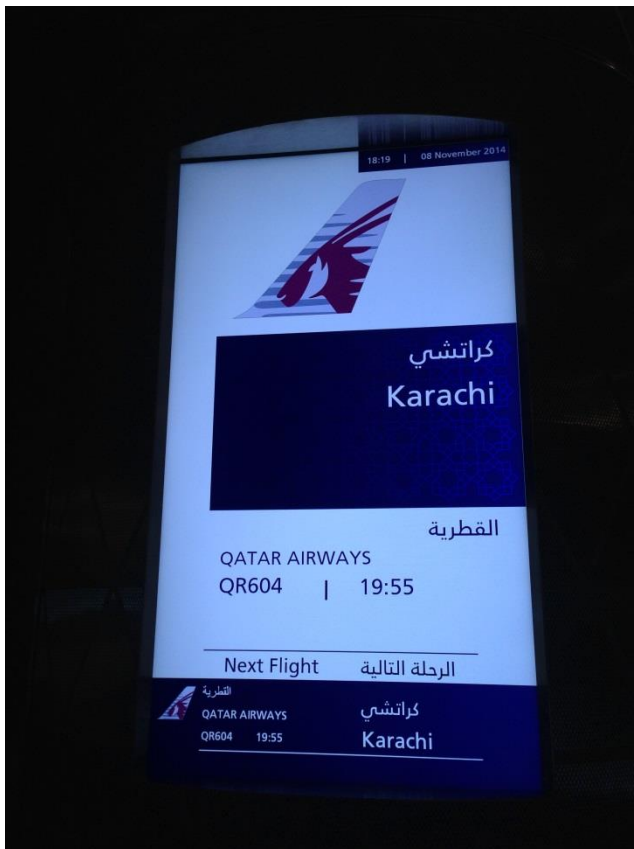


Resedagbok – Pakistan hösten 2014

Stockholm – Doha - Karachi

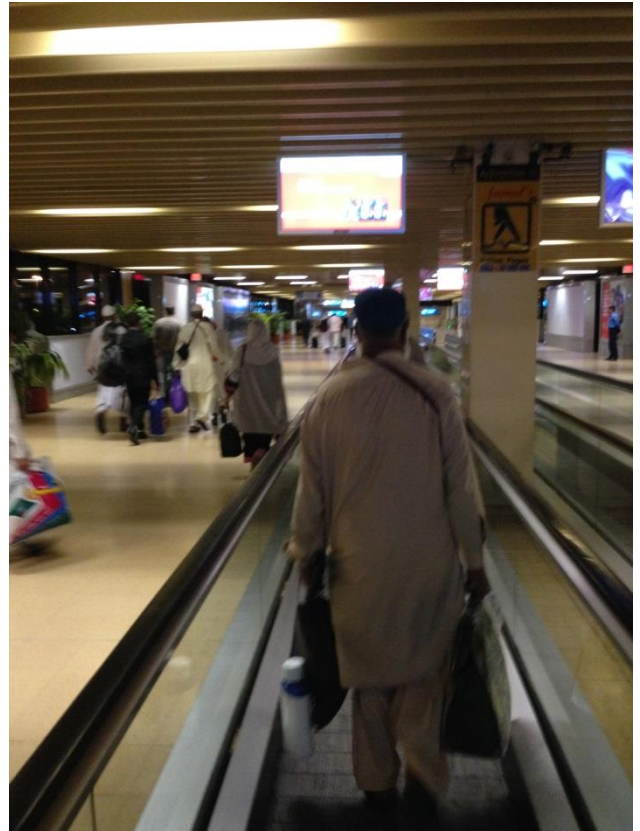
Pakistan var denna gången utgångspunkten för vår resa snarare än det huvudsakliga målet. Två dagar som framförallt skulle ägnas åt att fräscha upp vår nubild, diskussioner med våra medarbetare på kontoret samt selektiva möten med ett antal viktiga kontakter för framtidsdiskussioner.

Bästa ruten till Karachi från Sverige förblir med Qatar Airways via Doha. I Doha brukar jag alltid roa mig med att försöka identifiera förvaltarkollegor. Denna resan tyckte jag mig kunna ana en herre, något yngre, som något nervöst bytte plats ett antal gånger i avgångshallen. En plötsligt och högljudd bönestund från en medpassagerare fick min troliga kollega att packa ner och upp sin laptop ett par gånger medan han nervöst sneglade över axeln. För ett ögonblick övervägde jag om jag skulle gå fram och tala lugnande med honom men konstaterade att det bästa sättet att möta fördomar är genom just det personen var på väg att göra. Uppleva på egen hand.



Att gå av planet i Karachi ger mig alltid en känsla av tillförsikt. Jag gillar känslan av att fortfarande i princip vara ensam utlänning vid ankomsten, den slitna

inredningen och de nyfikna blickarna på mig som utböling. Signalerna om att vi fortfarande är ganska ensamma här och att en eventuell storhetstid befinner sig längre fram.



På väg mot passkontroll i Jinnah International Airport



I väntan på bagage. Än så länge alltid fått min väska.

Resedagbok – Pakistan hösten 2014

Anländer till hotellet vid 2-tiden lokal tid. Ett par timmars sömn innan söndagens agenda tar vid.



Söndag morgon i Karachi

Söndagen ägnar vi åt möten. En del av dessa brukar vi försöka viga åt att kartlägga intressanta personer i vår bransch. Vi har ofta talat oss varma för den genomsnittliga kompetensen i den finansiella sektorn i Pakistan. Oavsett kortsiktigt eller långsiktigt behov försöker vi alltid ta möten med en del av dem som fångat vår uppmärksamhet.

Efter våra möten beger vi oss ut på stan. Vi börjar med Emaars gigantiska projekt, Crescent Bay. Totalt 39 bostadshus fördelat på 300 000 kvadratmeter ingår i detaljplanen i detta område som ligger vid kusten, i området DHA men ett par kilometer från närmaste bebyggelse. Projektet initierades inledningsvis 2006 men Emaars finansiella problem i samband med finanskrisen försenade projektet. I våras sattes dock byggandet igång igen. Totala projektkostnaden uppskattas i nuläget till omkring USD 2,4 mdr och består av såväl lägenheter, en shoppinggalleria samt ett femstjärnigt hotell.

De två första bostadshusen om 29 våningar byggs just nu. Vi räknade antalet färdigställda plan till 11. Skall vara klart innan 2017. Dessa lägenheter är huvudsakligen sålda nu. Ytterligare två bostadshus påbörjas intill under 2015. När man åker bil från vårt kontor vid Dolmen Beach i "det nya Karachi" slår de öppna vidderna emot mig. På bästa möjliga byggyta finns utrymme för säkert 1 miljon människor. Det är kilometer efter kilometer med havet som närmaste granne.



Ett par kilometer utanför centrala Karachi i området DHA. I bakgrunden skimtar Creek Vista ett av de första slutförda bostadsprojekten. Ensamt – än så länge.

Säkerhetssituationen i delar av centrala Karachi är inte den bästa. Att människor föredrar att flytta strax utanför är därmed logiskt. Nya säkra områden byggs och de som har kapitalet överger de gamla, mest utsatta delarna. Emaarprojektet handlar om tusentals bostäder där den genomsnittliga lägenhetskostnaden ligger på ungefär SEK 10 000 kr per kvadratmeter. Långt över den genomsnittliga nivån i Karachi men samtidigt förstås fjärran från motsvarande byggherrars projekt i t ex Dubai. Det finns en medveten tanke om att bygga livsbejakande säkra områden och på så sätt förmå familjer och unga människor att bo kvar i Karachi. Det är fascinerande att se kuststräckan med stränder hundratals meter breda men där i princip all form av tillhörande bebyggelse, caféer, restauranger än så länge inte finns. Här ser vi potential för de närmaste 20-30 åren. Det svåraste är att få igång de första byggprojekten. Vem vill köpa den första lägenheten liksom? Därefter kommer det gradvis bli enklare. Någon annan har tagit första steget, infrastruktur inklusive skolor, sjukhus, swimmingpooler osv finns på plats. Det är nog så här man gör om Karachi till en "normal" stad för genomsnittsinvånaren. Att rensa upp de värsta delarna av Karachi är sannolikt svårare än att flytta de kriminellas målgrupp från samma delar.



Resedagbok – Pakistan hösten 2014



Crescent Bay i vidvinkelperspektiv



Shamoon och Mattias framför de två första bostadshusen (av 39)

Efter Crescent Bay äter vi lunch med en pakistansk entreprenör. Fascinerande historia om familjens start från läderbehandling till dagens konglomerat där huvudexpansionen sker inom mejeri och kött. Vår vän som röner stora framgångar med traditionella pastöriserade mjölkprodukter (färsk mjölk och yoghurt med kort hållbarhet som kräver kyltransporter och förvaring) berättar om utmaningarna för verksamheten. Vår vän berättar att det finns 8-9 000 livsmedelsbutiker i Lahore varav endast 600 idag har kylförvaring. Efterfrågan är dock mycket god. Av butiker med kylförvaring säljer bolaget sin mjölk och yoghurt till 3-400. Marknadstillväxten för traditionella pastöriserade mejeriprodukter som är helt dominerande i t ex Sverige är fortfarande i sin linda i Pakistan. Här hjälper det inte längre att ha de överlägset största produktionsanläggningarna och flest mjölkuppsamlingscenter (som t.ex. Engro Foods). Här handlar det istället om effektiv lokal produktion och byggande av varumärke (ekologiskt). Vår väns bolag är ett exempel på de nya verksamheter som växer fram på våra marknader och som på sikt kan förändra marknadsstrukturen. Bolaget är sannolikt flera år från

att dyka upp på globala investerares radar. För Tundra är detta ofta de mest spännande mötena. Genom att lära känna ägarna och dess verksamhet redan nu har vi förhoppningsvis möjlighet att vara tidiga investerare någon gång i framtiden, om vår medverkan är önskvärd.

Efter ytterligare några möten avslutas kvällen med middag på en av mina favoritrestauranger i Karachi, Kolachi.



Entrén till Kolachi tidigt på kvällen

Det är fascinerande att ta bilturen längs med den milsvida stranden i Karachi. Som om någon skurit med en kniv försvinner plötsligt byggnationen och det blir mörkt. Efter ett antal kilometer med bil så skymtar man raden av restauranger, ett tiotal. Restaurangen vi besöker tar uppskattningsvis 500 gäster. Det är fullsatt och lika många väntar på gården utanför. Man har t.o.m. infört ett kösystem med en central nummerskylt. Specialiteten är grillat. Det är något lustigt att medan undertecknad intar en traditionell pakistansk måltid äter mina yngre pakistanska kollegor en traditionell västerländsk, hamburgare med tillbehör. Med det belysta havet utanför skulle man i denna stunden lika gärna kunna tro att man befann sig någonstans i Karibien. En försmak över vad Karachi en dag kan bli.

Resedagbok – Pakistan hösten 2014

Måndagen kommer att bli en hektisk dag. Utöver att undertecknad ska besöka kollegorna på kontoret skall vi även hinna med min sedvanliga rundvandring i matbutikerna innan vi genomför ett längre bolagsbesök. Den detaljhandelsrunda jag alltid försöker ta på mina resor förenklas av att Hyperstar (dotterbolag till Carrefour) öppnat en utmärkt matbutik i samma galleria som vårt kontor ligger ovanpå. Vi inleder dock dagen på kontoret.



På Tundras kontor – Överst Dolmen Mall i bakgrunden. Längst ned – Team Karachi – Från vänster till höger: Hamza, Shmoon, Mattias, Rashmina och Momin

Tundras kontor ligger i ett relativt nytt affärsdistrikt i DHA-området. Ett säkert område under stark framväxt med havet som närmaste granne. Direkt under vårt kontor ligger en nyöppnad galleria som blivit ett populärt tillhåll för den övre medelklassen.



Dolmen Shopping Mall – Exempel på modernt affärsformat som nu växer fram i Karachi. Nederst Hyperstar (Carrefour)

Resedagbok – Pakistan hösten 2014

Även om en modern shoppinggalleria som Dolmen inte kan ses som representativt för Karachi och ännu mindre Pakistan innebär dock dess högprestigestatus att de starkaste lokala varumärkena söker representation här. Hört talas om Q-Mobile t.ex.? Pakistans egen smartphonetillverkare krossar just nu allt vad utländsk konkurrens heter och det ryktas om att bolaget närmar sig en 10-siffrig dollaromsättning. Vi besöker en mindre återförsäljare som enligt egen utsago sålt mobiler för USD 2 miljoner de senaste tolv månaderna. Tyvärr onoterat – än så länge. Vi inhandlar ett exemplar av den senaste modellen (1/3 jmf med ny I-phone) och återkommer vid ett senare tillfälle med en utvärdering.



Yteffektivt. Typisk återförsäljare för pakistanska smartphonemärket Q-Mobile.

Vi avslutar besöket i Dolmen Shopping mall med en timme i stormarknaden Hyperstar, vilket resulterar i en full matkasse med prover att ta hem. Som vanligt studerar vi positionering, förpackningar, jämförelsepriser, letar nya aktörer men också vad som återfinns i vagnarna hos besökarna. Vi konstaterar att Shezan inom juicesegmentet ser ut att ha stärkt sin position. Det gläder oss då vi äger ett par procent av bolaget.



Shezan på hyllorna

På samma sätt är ett annat av våra portföljinnehav, National Foods, fortsatt starka inom kryddblandningar. Vi ser dock ett antal nya konkurrenter. Vid diskussion med en av de anställda får vi rapporterat att National Foods och konkurrenten Shan (ryktesvis på väg till börsen) fortsatt står för omkring 90% av försäljningen inom kryddblandningar.



Shan och National Foods dominerar bland kryddblandningarna. En påse Masalablandning kostar ca 3 kronor. Vettig kostnad relativt att blanda och mala själv.

Vi konstaterar också att bland förpackningar av ketchup så tycks nu påsvarianten (inte långt från varianten med tvättmedel med skruvkork i Sverige) ta större plats på hyllorna. Positivt för ett av våra portföljbolag, Packages, som är en dominerande tillverkare av dessa.

Resedagbok – Pakistan hösten 2014

Efter besöket i matbutiken åker vi iväg på det enda egentliga företagsbesöket under tecknad åtar sig denna gång, Karachi Electric. Det är ett viktigt möte av flera skäl. Dels är det en av våra enskilt största övervikter i såväl Tundra Pakistan som Tundra Frontier. Dels är det ett bolag som de senaste åren varit ett föredöme i branschen såväl avseende effektiv produktion av el som att utvärdera nya investeringar i kraftkapacitet. Elbristen i Pakistan är fortsatt det enskilt största problemet för företagen.

Vi möts på Sindh Business Club. En traditionell herrklubb som bildades 1871. Man har lagt stor möda på att försöka bevara det ursprungliga utseendet och sannolikt lyckas.



Fint sällskap – Mattias inne i Sindh Business Club

Väl därinne möts vi av hela företagsledningen. Allt ifrån VD till finanschef, till största privata ägaren Abraaj Group. Abraaj Group som är en av världens största private equity-investerare på tillväxt- och gränsmarknader åtog sig en till synes omöjlig uppgift 2008 när man gick in som ägare i Karachi Electric. Bolaget har ca 1600 MW av egen kraftkapacitet och kontrollerar därutöver kraftnätet och konsumentdistributionen i Karachiområdet. Av Karachis 20 miljoner invånare är 2 miljoner officiella slutanvändare av el och bolaget uppskattar att ytterligare ca 400 000 (ung. ett Malmö) "gratis åtnjuter" bolagets el (stölder). Elförlusterna har dock vänts med hårt arbete. När Abraaj tog över företagsledningen 2008 försvann omkring 36% av all el som producerades. För 2014 är denna siffran nere på 25% och svinnet fortsätter att minska med omkring 2% årligen. Bolaget har nu nått en effektivitetsnivå där ytterligare minskat svinn faller ner i resultaträkningen. Bolaget räknar med att kunna fortsätta ner till 15% inne i Karachi (uthålliga nivåer internationellt

är 9-11%). Det innebär goda förutsättningar för en stark vinsttillväxt. Vi räknar med att bolagets vinsttillväxt kommer ligga på mellan 50-60% årligen de närmaste tre åren. Det sätter nuvarande till synes höga värdering på P/E 16x i ett annat perspektiv.



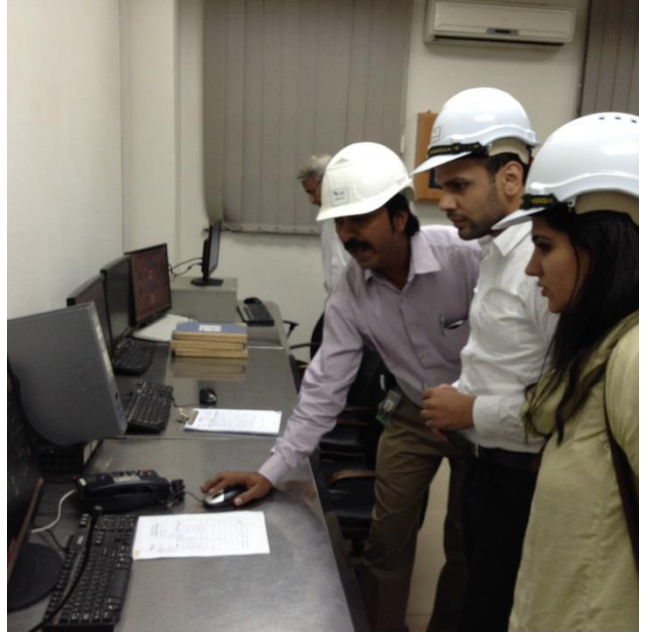
närvarande.

Efter lunchen åker vi ut till bolagets största elproduktionsanläggning, ca 1 mil utanför Karachi. Här får vi förklarat nästa steg. De första 6 åren av arbete har handlat om att normalisera den ursprungliga verksamheten. Genom en enkel metod som handlat om att installera mätutrustningar och incentivisera mindre befolkningsområden att motverka stölder (rapporteringssystem och rabatter) har man klarat av arbetet. Nästa fas handlar om expansion. De närmaste tre åren kommer bolagets egna kraftgenerering öka med omkring 60%. Denna el kommer man sälja till nytillkomna kunder där man har full kontroll på vem som erhåller elen. T.ex. förbereds en helt nybyggd "textilstad", en zon med viss skattebefrielse som Karachi Electric just nu för diskussioner med. Det innebär att svinnet på denna andel av verksamheten sannolikt kommer ligga nära de nivåer vi ser internationellt. I gunden får vi också ett traditionellt Tundracase, dvs en mycket enkel produkt (el) som i takt med att människor får det bättre kan säljas till fler och i större kvantiteter. Vi får på plats en lång presentation följt av ett grundligt platsbesök. Vi är nöjda aktieägare efter vårt möte och platsbesök.

Resedagbok – Pakistan hösten 2014



Här produceras elen till 20-miljonersstaden Karachi. Shamoona och Rashmina inspekterar. I bakgrunden ett kraftverk med kapacitet på ca 600 MW.



Shamoona och Rashmina i kontrollrummet på Karachi Electric



Tundra gräver lite djupare i sin analys? Shamoona inuti en av turbinerna.

Flyga från Karachi kan vara en lottsedel. Något stressade från mötet med Karachi Electric skyndar vi i ganska ruggiga köer till flygplatsen. Vi tvingas gena genom ett av de mer ökända områdena i Karachi. I vissa situationer känns det inte längre lika överdrivet att ha en Pashtunkrigare med AK-47:a i framsätet. Men så lossnar det till slut och när vi väl kommer fram till flygplatsen så är det denna måndagskväll helt tomt. Vi är plötsligt i så pass god tid att undertecknad får möjlighet att skriva just dessa ord från avgångshallen i Jinnah International Airport. Mot Dhaka.

