

# Resedagbok Marocko Juli 2015

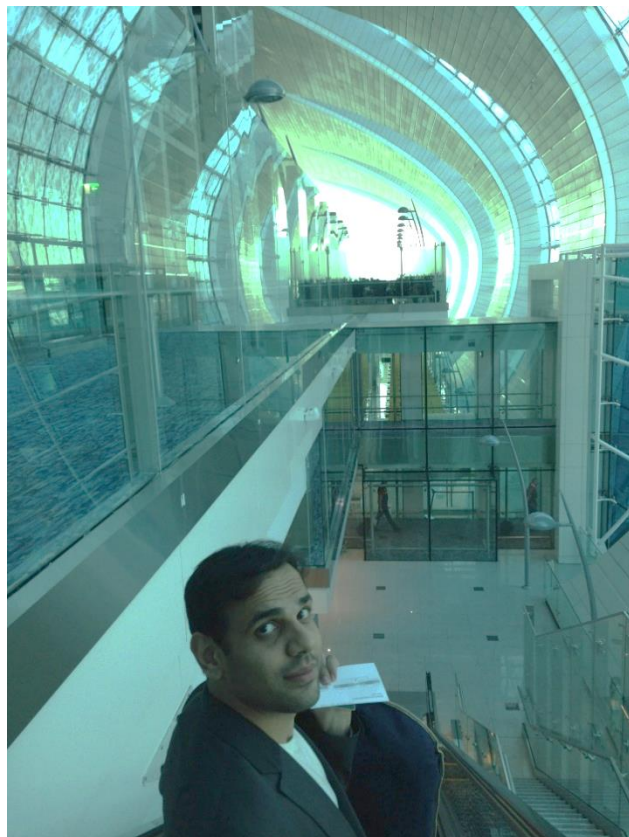
TUNDRA  FONDER

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. Informationsbroschyren, årsredovisning, halvårsredogörelse, faktablad och övrig information finns på vår hemsida [www.tundrafonder.se](http://www.tundrafonder.se). Du kan också kontakta oss om du vill att vi ska skicka dessa handlingar kostnadsfritt till dig.

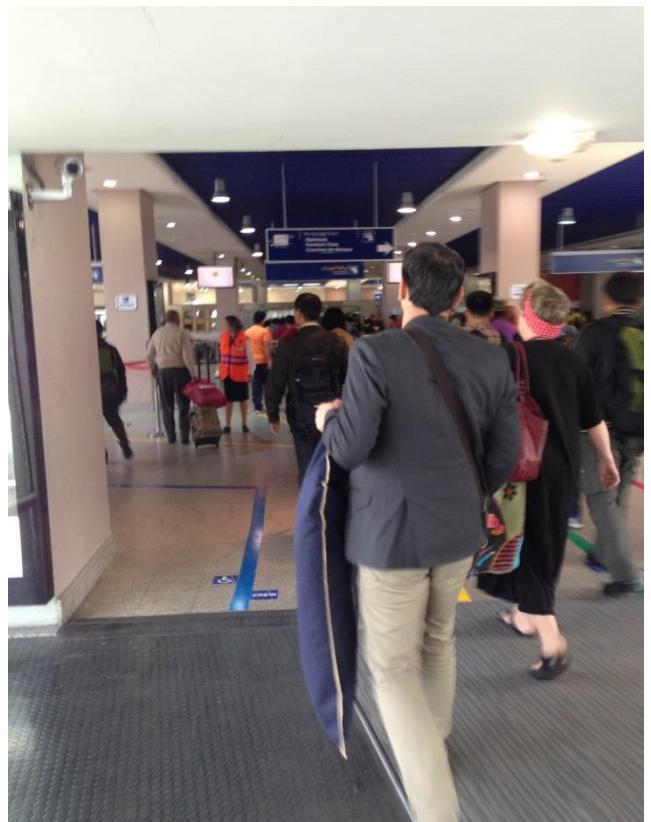
Att resa mellan Kenya och Marocko tar tid då man först måste flyga 7.5 timmar till Dubai för att sedan flyga under lika lång tid till Casablanca. Kontrasten mellan flygplatsen i Nairobi och flygplatsen i Dubai är slående. Dubai har på 20 år genomgått en infrastrukturell omvandling, från att vara ett ökenlandskap till att bli Mellanösterns svar på Manhattan. Genom att Googla på "Dubai 1990" hittar man bilder på hur Mellanöstern såg ut innan alla glimmande spiror byggdes. I samma anda kan man föreställa sig Nairobis flygplats potential på 10-15 års sikt.



Shamoon vid Jomo Kenyatta International Airport (Nairobi, Kenya)



..jämfört med Dubai International Airport (Dubai, U.A.E.)



..jämfört med Mohammed V International Airport (Casablanca, Marocko)

Vi anlände till Casablanca mitt på dagen på onsdagen, något trötta efter 15 timmars flygresor. Efter att ha vilat kort bestämde vi oss för att äta middag på en av Casabancas bättre restauranger innan vi drog oss tillbaka till hotellrummet för att förbereda kommande möten.

Dagens första möte blir Maroc Telecom som är Marockos största mobilteleoperatör. Vi träffar ansvarig för strategisk utveckling som är mycket insatt i den egna verksamheten och ger en relevant bild av förutsättningarna för bolagets fortsatta utveckling. Marocko med 35 miljoner invånare har 120% penetration (många användare har mer än ett abonnemang). Mätt i antalet mobilabonnemang har Maroc Telecom 41% jämfört med Meditel 31% medan Inwi har 28%. Mätt i värdet på mobiltjänster är dock Maroc Telekom som den äldsta operatören överlägset största med 60% marknadsandel. Givet penetrationsgraden och den hårda konkurrensen sjunker den genomsnittliga kostnaden för traditionella röstsamtal, från USD 0,1/minut till i nuläget knappt USD 0,03/minut. Det i kombination med att Maroc Telekom gradvis tappat mer priskänsliga kunder till konkurrenterna så uppvisar mobiltelefoni i Marocko negativ tillväxt trots att samtalstiden ökar.



Fast telekom utgör dock fortfarande omkring 1/3 av verksamheten. Denna uppvisade knappt 10% tillväxt under 2014 p.g.a. ökning i internetabonnemang och innebär att den marockanska verksamheten totalt endast uppvisade negativ tillväxt om 1% under året. Press på bolagets ganska höga marginaler (EBITDA marginalen sjönk från 58% till 55% under 2014) innebär att den marockanska verksamheten totalt minskade sitt rörelseresultat med knappt 10%. Givet pristrenden på traditionell rösttelefoni och närvaron av ganska aggressiv konkurrens tror vi marginalerna kommer att fortsätta komma ned vilket är helt naturligt för en mognande marknad med konkurrens.



*Mattias och Shamoon träffar 'Maroc Telecom'*

Mer intressant är bolagets expansion i övriga Afrika. Sedan tidigare har bolaget haft verksamhet i fyra afrikanska länder: Mauretanien, Burkina Faso, Gabon samt Mali. Dessa länder är tillsammans ungefär lika stora som Marocko. Penetrationen är dock ganska hög. Lägst är den i Burkina Faso med 72% men marknader såsom Mali och Gabon ligger på minst samma nivå som Marocko redan idag.

Genom köp av emiratets mobiltelebolag Etisalats verksamheter i 6 nya länder har 'Maroc Telecom' etablerat sig i marknader med ett totalt befolkningsunderlag om 90 miljoner invånare, det vill säga en dubbling av nuvarande nivå. Tre av dessa länder har penetrationsgrader på under 60% vilket tycks erbjuda en viss tillväxtpotential. Samtidigt som att de marknader där tillväxtpotentialerna är som störst så är bolaget inte bland de två största aktörerna vilket sannolikt kommer kräva att man arbetar med något lägre marginaler än man är van vid för att ta sig dit. Totalt sett bör Maroc Telecom på totalen kunna uppvisa viss intäkstillväxt de kommande tre åren, även pro-forma (räknat så som att de 6 nya afrikanska marknaderna fanns med även 2014). Det är dock tveksamt om det räcker till vinststillväxt p.g.a. lönsamhetspressen i den marockanska verksamheten. Det är ett välskött bolag men P/E 19, marginell omsättningstillväxt samt risk för sjunkande marginaler ter sig mindre attraktivt för oss som har möjlighet att välja bolag på andra marknader.

Efter Maroc Telecom tar vi en 5 minuters promenad till detaljhandelskedjan Label Vie som är den näst största inom dagligvaruhandel i Marocko. Som på så många andra tillväxt- och gränsmarknader utgör modern matvaruhandel endast 15% av den totala matvaruhandeln. Label Vie har franchise för Carrefour i Marocko. Det är dels snabbköpskonceptet "Carrefour Market" och dels stormarknadskonceptet under endast "Carrefour".



*Med bil passerar vi ett "Carrefour Market"*

Därutöver driver bolaget lågprismatkedjan "Atacadão". Bolagets marknadsandel av modern matvaruhandel är ca 30%. Största aktören Marjane har omkring 58%. 28 miljoner kvitton skrivs ut årligen och det genomsnittliga

kvittot är på ca SEK 160. Enligt Label Vie själva skulle man i storstäderna kunna ha mångfald fler butiker. Problemet är butikslägen. I nuläget klarar bolaget att öppna 10-15 nya snabbköp per år. Man påpekar att fastighetsutvecklare än så länge inte riktigt anammat det västerländska konceptet att i bottenplan eller källarplan skapa utrymme för matvaruhandel. När vi räknar efter konstaterar vi att modern matvaruhandel de senaste tio åren tagit omkring 1% marknadsandel årligen. Det går långsammare än vad det skulle kunna göra, särskilt om man jämför med mindre utvecklade länder (Marocko med BNP/capita på USD 3 500 jämfört med Pakistan, Kenya, Bangladesh, Vietnam som har BNP/capita mellan USD 1 000 – 2 000). Enligt bolaget finns ett statligt mål om att år 2020 ska modern handel utgöra ca 30% av den totala. Det skulle innebära en tillväxt om ca 3% årligen härifrån och i sådana fall en dubbling av Label Vies verksamhet.

Från Label Vie bär resan tillbaka till Casablanca och ett möte med fastighetsutvecklaren Addoha. Bolaget har specialiserat sig på s.k. lågkostnadsboende. Det finns ett statligt stöttat projekt i Marocko där lägenheter på max 50 kvm, 2 rum och kök, till en kostnad om max USD 25 000 erhåller särskilda skatteförmåner. Förutsatt att fastighetsutvecklaren säljer den utlovade produktionen av fastigheter så är eventuell vinst skattefri. För den som köper en sådan lägenhet finns det en statlig fond som garanterar ett lån på upp till 70% av köpeskillingen. Det innebär en möjlighet för även mindre ekonomiskt gynnade familjer att skaffa sig sitt första boende. Addoha producerar årligen ca 25 000 sådana lägenheter och säger sig ha drygt 50% av all nyproduktion inom segmentet. Utöver detta har bolaget även viss byggnation av hus och lägenheter i premiumsegmentet. Detta definieras som hus i prisklassen USD 200 000 – och uppåt. Ca 1 500 – 2 000 sådana byggs av Addoha årligen.



*Tundra träffar Label Vie*



*Mattias utanför Addohas utställningsrum*



*Tundra träffar Addoha*



Detta segmentet har drabbats ganska hårt av Europas ekonomiska problem de senaste åren. Framför allt det för utlänningar så populära Marrakech har sett prisnedgångar flera år i rad och en del fastighetsutvecklare i segmentet har fått ekonomiska problem. Addoha har i nuläget en orderbok som motsvarar omkring 4 års produktion men en ökning av tillväxten från nuvarande nivåer är svår givet restriktioner kring bankupplåning. Normalt betalar kunden 20% vid bokning av lägenheten/huset men resterande belopp betalas först vid inflyttning. Det innebär en ganska kapitalintensiv verksamhet. Bolagets värdering på P/E 10 ter sig rimlig utifrån detta.



*Ej färdigställd byggnadsplats på vägen mellan Rabat och Casablanca*

Vi åker därifrån vidare till Lesieur Cristal som tillverkar diverse konsumentprodukter där man har välkända varumärken inom olika former av matlagningsolja men man tillverkar även tvål och diverse rengöringsprodukter.



*Möte med Lesieur Cristal*

Oljor utgör omkring 75-80% av omsättningen medan tvålprodukter utgör omkring 20%. Enligt bolaget själva har man en marknadsandel på 60% inom matlagningsolja och 75% inom tvål för personligt bruk. Matlagningsolja är en mogen marknad som växer marginellt (ca 1% per år). En hel del produktutvecklingsarbete har lagts på tvålprodukter och rengöringsmedel. De nya produkterna uppvisar uppemot tvåprocentig tillväxt men sammantaget innebär det en relativt blygsam tillväxt om 3-4% årligen. Med franska huvudägaren Lesieur Cristal i ryggen sker ett arbete för att se om varumärket Lesieur kan utvidgas. Man testar bl.a. ketchup och majonnäs. Till att börja med tillverkas dessa i Frankrike av franska Lesieur. Men om experimentet faller väl ut kan lokal produktion övervägas. Bolaget har mycket starka lokala varumärken och aktien är populär bland lokala investerare. Trots marginell tillväxt handlas aktien till drygt 20 gånger årsvinsten; något för högt för oss.

Vi börjar fredagen med att träffa Ciment du Maroc. Som namnet antyder är bolaget verksamt inom cementtillverkning. Marocko är en ganska stor cementmarknad. Produktionskapaciteten uppgår till ca 23 m ton medan produktionen uppgår till ca 16 miljoner ton, vilket innebär knappt 500 kg/invånare och år. I jämförelse med våra kenyanska bolag så konstaterar vi att Kenya ligger på ca 100 kg/invånare och år. De som besökt Marocko kan ganska omedelbart konstatera att cementkonstruktioner är dominerande inom huskonstruktion och detta spelar förstås in. Givet att husbyggnation står för 80% av cementåtgången krävs dock en viss rulljans i byggnation för att bibehålla efterfrågan på dessa nivåer. Marknaden domineras numera av tre aktörer. Störst är sammanslagna Lafarge/Holcim (i väntan på ev konkurrensbegränsande åtgärder) med hela 55-60% av marknaden. Därefter kommer CMA med 23-25% marknadsandel. Marginalerna är generellt ganska höga inom sektorn (EBITDA marginaler för Lafarge på drygt 50% och för CMA på ca 40%). Full integration i produktionen, kostnadseffektiv produktion, bra infrastruktur och relativt korta avstånd är de viktigaste anledningarna. Prisnivåerna ligger i nuläget på ca USD 90/ton vilket i en internationell jämförelse är en normal till något låg nivå och med afrikanska mått mycket låg. Den mest kostnadskrävande delen av tillverkningen är klinkertillverkning som kräver stora mängder bränsle. CMA använder idag kol men är mitt i ett projekt där 20% av bränslet skall ersättas med alternativa bränslen, i CMAs fall begagnade däck. Detta kommer enligt bolaget sänka bränslekostnaden med närmare

50% på den del som ersätts. Elpriset som är en viktig komponent framförallt i cementmalningsprocessen ligger idag på USD 0,08-0,09/kWh. Det är en relativt konkurrenskraftig nivå. Nya vindkraftsprojekt i Marocko innebär att bolaget tror sig kunna sänka denna kostnaden ytterligare med på sikt ner mot 10%. Bolaget är välskött men tyvärr speglas detta mer än väl i värderingen. Begränsad tillväxt och en lönsamhetsnivå som ligger i det övre intervallet bland frontiermarknader innebär att värderingen (P/E 20) är alltför hög i nuläget.

Det finns också en psykologisk effekt givet vana att genom historien påverkas än mer. I början på 2000-talet antogs en ekonomisk plan som gick ut på att försöka locka till sig stora utländska direktinvesteringar. Dessa investeringar var sedermera tänkt att leta sig ner till mindre bolag genom underkontraktering. En modell som vi konstaterar låter ungefär som den som Kenya just nu genomgår. För några år sedan lyckades Marocko locka till sig Renault som numera producerar 400 000 bilar/år. Detta har i sig föranlett underleverantörer till Renault att etablera sig osv. Ringar på vattnet. Det har även skett en satsning på textilsektorn där fokus varit på mer förädlade varor. Det påtalas att ett modeföretag i Europa idag kan skicka ritningar vecka 1 och få tillbaka färdigsydda varor vecka 2. Fordonsindustrin utgör idag 20% av exporten medan textilindustrin utgör 17%. Marockos historia av att fosfatexporten var fullständigt dominerande är inte längre gällande. Fosfat är fortfarande en viktig exportvara men utgör idag omkring 19% av exporten.



*Mattias och Shamoon med Ciment du Maroc's finanschef*

Efter CMA åker vi vidare till Attijariwafa Bank, Marockos största bank. Det blir som vanligt en diskussion som framförallt handlar om ekonomin. Med såväl VD som analyschef närvarande blir diskussionen intressant. Marocko kommer från en jordbruksbaserad ekonomi som idag ställts om till att i stor utsträckning förlita sig på tjänstesektorn (bl.a. finansiella tjänster och turism). Jordbruket styr dock fortfarande mycket av den ekonomiska aktiviteten. Trots en relativt låg andel av BNP (15%) innebär de stora svängningarna (15-20% årligen) att effekten på ekonomin mellan enskilda år är stor.



*Mattias utanför Attijariwafas huvudkontor*



För själva bankverksamheten så konstateras att kreditillväxten är relativt låg, 2% överlag. Konsumentkrediter växer snabbt med lägre räntor (>10%). Idag utgörs lån till 50% av storföretag, 20% små- och medelstora företag samt till 30% av privatlån. Av privatlånen utgör 1/3 av konsumentkrediter och 2/3 av bostadslån. Räntemarginalerna är låga 3,5% men i t.ex. företagssegmentet är marginalerna ännu lägre. Privata lån som andel av BNP är 87%. Det är högt i jämförelse med frontier markets. Bara som exempel är motsvarande andel i Pakistan, Sri Lanka och Nigeria omkring 30%. För Attijariwafa är satsningen utanför Marocko i de fransktalande delarna av Afrika därför viktig. Av bankens totala tillgångar utgör idag övriga Afrika 20% och denna delen växer. Man intar dock en försiktig hållning till expansionen och påpekar de högre riskerna. Vi får intrycket av en välskött bank, med kräsna kunder och hård konkurrens. Det blir intressant att se vad de kan åstadkomma utanför Marocko. En framgångsrik expansion och vidare en högre tillväxttakt är nödvändig för att motivera nuvarande värdering på 15 gånger årsvinsten och 1.8 gånger eget kapital. Samtidigt är vi medvetna om de utmaningar som ofta utländska banker står inför i de mindre afrikanska länderna där varumärkeskännedom och därmed tillit är svårare att uppnå, något som innebär sämre tillgång till billig finansiering i form av kundinsättningar.



*Tundra träffar Attijariwafa Banks ledning*

Vi åker därefter vidare till Managem som är Marockos största gruvbolag. Det är relativt ovanligt att se dessa bolag noterade på den faktiska underliggande marknaden utan normalt återfinner man dem, med utländsk management noterade på antingen Londonbörsen eller Torontobörsen.

Managem utgör således ett intressant undantag. Med en stark bas i Marocko sedan nästan 90 år och en väl fungerande organisation har den en intressant expansionsplattform i övriga afrikanska länder de kommande åren. Alla gruvbolag är i slutändan beroende av priserna på de metaller man utviner men det är intressant att för en gångs skull beredas möjlighet att investera i denna typ av bolag utan de sedvanliga bolagsstyrningsrisker (Corporate governance-risker) som vi normalt förknippar med de mindre, utlandsnoterade bolagen inom sektorn. När vi kommer ut från vårt möte träffar vi på en paramilitär trupp, en sällsynt påminnelse om Marockos investeringskategori.



*Mattias utanför Managements kontor*

Vi åker därefter vidare till Cosumar som är en av Afrikas större sockertillverkare. Socker kan låta som en ganska generisk produkt att tillverka men det utvecklas till ett intressant möte, tack vare en ovanligt aktiv företagsledning. Bolaget har idag en produktionskapacitet på 1,6 m ton per år. Av detta säljs 1,2-1,3 till den marockanska marknaden och för resterande söker bolaget exportmöjligheter. Viss export har skett till Europa bl.a. Bolaget förbereder sig nu för 2017 då det är tanken att Europa skall eliminera de tulltariffer som idag beläggs socker från Marocko.

I tillverkning av socker utgörs 90% av tillverkningskostnaden av råmaterialet till socker, t.ex. betor eller sockerrör. Resterande 10% utgörs normalt till 60% av energi. Det visar sig att Cosumar var framsynta nog att prissäkra sina dieselkostnader 2 år framåt i tiden på ett oljepris motsvarande USD 48. Under tiden bygger bolaget nya koleldade turbiner som skall vara klara lagom till att bränslekostnadernas prissäkring går ut. Enligt bolaget skall det sänka bolagets energikostnader med omkring 50%. Bolaget är skuldfritt och den operativa ledningen har fått i uppdrag från styrelsen att leta förvärvsobjekt i övriga afrikanska länder, primärt de fransktalande delarna. Det är en intressant tidpunkt att leta förvärv då många av de lokala producenterna har en tuff period bakom sig. Återigen påminns man om den återkommande känslan av Marockos fördel med ena foten i Europa och den andra foten i sin hemkontinent, Afrika.



Tundra med Cosumars finanschef

Med en tämligen lugn trafiksituation får vi lite tid över innan nästa möte och vi tar tillvara denna tid med att besöka den största livsmedelsåterförsäljaren Marjane.



Shamoon utanför Cosumars huvudkontor



Shamoon undersöker UHT:s mjölksortiment



Mattias med produkter från Lesieur Cristal



Resans sista möte är med Group Des Brasseries Du Maroc (SBM), Marockos enda noterade alkoholproducent. Där vi får möjlighet att träffa bolagets mycket sympatiska VD Mr Filali.



Mattias med SBM:s VD



SBM:s viktigaste produkt, "Casablanca"

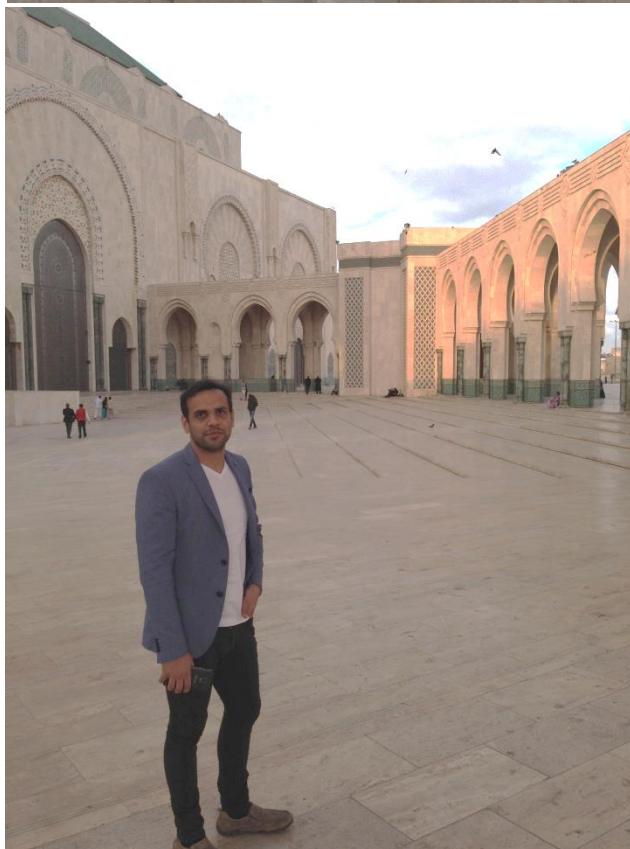
Filali förklarar bolagets något snåriga ägarstruktur. SBM ägs till 68% av ett bolag som heter MDI. Detta ägs i sin tur till 75% av den franska alkoholigiganten Castel samt till 25% av SAB Miller. Heinken har ett mindre ägande (<3%) i själva SBM och har också licensierat ut tillverkningen av Heineken till SBM fram till 2023. Idag utgörs 90-95% av SBMs försäljning av öl där det överlägset största märket är Casablanca, en produkt vi skulle kalla premium såväl smakmässigt som i termer av varumärke. Utöver öl har bolaget två mindre vinbuteljerare samt har nyligen introducerat sitt eget vattenmärke. Som muslimskt land dricker endast en del av Marockos befolkning öl. Heineken genomförde en undersökning som indikerar att denna andel uppgår till 12%. Till skillnad från ett land som Pakistan så serveras såväl öl, vin och sprit på restauranger och det går att köpa alkohol i många livsmedelsbutiker. SBM säger sig ha 95% marknadsandel (5% är import) inom öl. Ca 60-70% av slutpriset utgörs av skatter vilket implicit innebär en skattesats på fabrikspriset på över 100%. Det kan jämföras med snittet i Afrika på drygt 30%, Kenya på 50% och Nigeria på 6%. Detta har inneburit att en hel del smuggling av öl över gränsen förekommer, något som regeringen nu uppmärksammat. Vi tror således inte att skatten kommer höjas ytterligare utan om något borde sänkas. SBM har haft några tuffa år bakom sig. För något år sedan var Marockos största matvarukedja, Marjane (58% marknadsandel av organiserad matvaruhandel), på väg att säljas till saudiska investerare. Inför detta upphörde Marjane att sälja alkohol i sina butiker. Detta innebar att 15% av SBMs försäljning försvann över natten. För att motverka detta har bolaget tillsammans med några andra mindre tillverkare lanserat ett eget butikskoncept, Nikola, där alkoholhaltiga produkter säljs. Bolaget har nu ett femtontal butiker, miniversioner av systembolaget kan man säga. Ett annat problem för SBM har varit Ramadans påverkan. Ramadan är den största muslimska högtiden och under denna perioden varken dricker eller äter flertalet troende muslimer medan solen är uppe. Ramadan infaller vid olika tidpunkter varje år men flyttas varje år 10 dagar framåt. I år infaller Ramadan 17-18 juni till 17-18 juli. Sommaren är den period då mest öl normalt sett konsumeras och detta innebär att bolagets försäljning drabbas väsentligt. De närmaste åren flyttas dock Ramadan allt tidigare på året och om några år kommer Ramadan istället att infalla under vintern. SBMs kapacitet är idag 1,5 miljoner hektoliter men man producerar enbart 0,8 miljoner.

Givet att ölkonsumtionen i Marocko i nuläget ligger på ca 2 liter per invånare och år och givet problemen bolaget haft under flera års tid är det svårt att se hur förutsättningarna för verksamheten skall bli mycket sämre. Och bakom problemen anar vi en duktig företagsledning med ett antal premiumprodukter. Ur det perspektivet konstaterar vi att detta var det kanske mest intressanta mötet vi hade under våra dagar i Marocko.

När vi summerar våra intryck från resan konstaterar vi att Marocko är väldigt annorlunda jämfört med flertalet av våra mer traditionella frontiermarknader. Det ligger närmare att jämföra med "ett fattigt Portugal eller Italien" än att försöka dra paralleller till marknader som Kenya eller Pakistan. Dess närhet till Europa är en stor fördel. En väl utvecklad finansiell och legal infrastruktur (med undantag för begränsad likviditet på aktiemarknaden) är andra fördelar. Dess ekonomi är relativt beroende av utvecklingen i Europa vilket på kort sikt är en nackdel men något som vid någon tidpunkt framöver kan bli en fördel istället. En stad som Casablanca är väl värt ett besök som turist. Ett bra läge med relativt kort flyttid från Europa, bra väder, fantastiska restauranger. Det är säkert att vandra omkring och det finns en hel del historia att utforska.

Närvaron av lokala institutionella investerare med få investeringsalternativ är sannolikt en viktig anledning till att värderingarna är lite väl höga för vår smak men som vi alla vet så varierar värderingar över tiden. Medan vi skriver dessa avslutande ord konstaterar vi att det enda marockanska bolag som i nuläget ingår i vår frontierfond är Groupe Des Brasseries du Maroc men vi hoppas detta kan förändras i framtiden.

---



*Mattias och Shamoon utanför den magnifika Hassan II moskén*