

Resedagbok Kenya 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. Du kan också kontakta oss om du vill att vi ska skicka dessa handlingar kostnadsfritt till dig.

Inledning

Efter sommaren fyller Tundra och vår första fond, Tundra Pakistanfond, fyra år. Mycket har hänt under dessa åren. Vi är nu 14 medarbetare, varav 9 arbetar med fondförvaltning eller analys. Fem av våra medarbetare sitter på vårt analyskontor i Karachi, och vi har idag två personer som uteslutande arbetar med hållbarhetsfrågor (miljöpåverkan, arbetsrätt, korruption). Som svensk har man kanske lite svårt för de större orden men vi kan idag konstatera att vi är en av de globalt ledande fondförvaltarna inom analys av de nya tillväxtmarknaderna som populärt kallas "frontier markets". Jakten på nästa generations vinnare tar oss över större delen av världen. Vårt analyskontor i hjärtat av de asiatiska frontiermarknaderna, Pakistan, är förstås en viktig konkurrensfördel men våra fondförvaltares resor kan aldrig helt ersättas.

Intrycken vi får på våra resor är ofta den sista pusselbiten efter en väl genomförd analys. Denna gången har turen kommit till de tre största afrikanska frontiermarknaderna där vi under april och maj genomförde tre resor. Vi träffade under dessa resor 2/3 av de noterade bolag som ingår i vårt placeringsuniversum och därutöver ett antal bolag som vi tror så småningom kommer hamna på investerarens radar. Vi inledde denna gången vår resa i Kenya där vi utöver att träffa kenyanska bolag även träffade två bolag från Uganda, ett land som på många sätt påminner om Kenya men med något annorlunda förutsättningar.

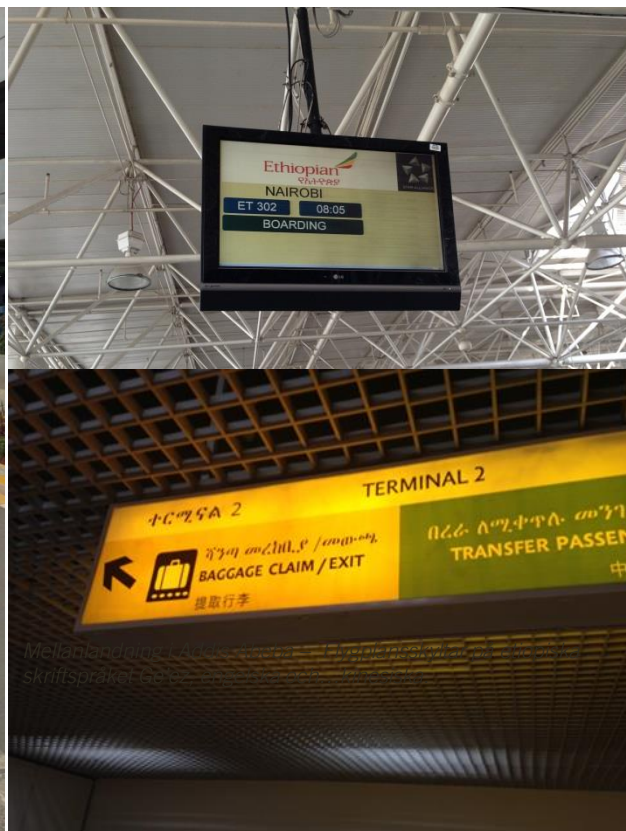
Trevlig läsning!

Mattias Martinsson

Förvaltningschef, Tundra Fonder AB



Just landat i Nairobi efter 13 timmars flygresa.



Mellanlandning i Addis Abeba – Flygplansskyltar på etiopiska skriftspråket Ge'ez, engelska och...kinesiska.

Mot Kenya

Totalt sex sprutor, koleralösning, malariatabletter samt vaccinationsintyg innebär att Afrika är en aning mer exotiskt än övriga kontinenter. Visumprocessen är dock den smidigaste vi gått igenom. En dryg timmes väntetid på ambassaden på Birger Jarlsgatan (ett stenkast från kontoret). Visumhantering är ofta den mest begränsande faktorn när vi behöver resa med kort notis. Inte för Kenya.

Vi åker med Ethiopians kvällsflyg en lördagkväll kl 19.50. Vi tankar och fyller på med passagerare i Wien varefter resan går vidare med första officiella stoppet Etiopien och Addis Abeba.



Inflygning över Etiopien

Vi landar kl 10.20 lokal tid (09.20 i Sverige) efter drygt 13 timmars restid.



Utanför Jomo Kenyatta Airport

Såväl i Etiopien som i Kenya är det tydligt att Ebola fortsatt upplevs som ett högst reellt hot. Värmekameror för att scanna av grupper av passagerare (för att se om någon har feber) används. Såväl i Etiopien, Kenya som i Nigeria tas temperaturen på var och en av de individer som reser in och ut ur landet. Etiopien hade t.o.m. en värmescanner där större folksamlingar kunde scannas samtidigt. De av er som är tillräckligt gamla för att ha sett Schwarzenegger-klassikern "Rovdjuret" förstår ungefär hur det ser ut på skärmarna när passagerare kommer gåendes längs transferkorridorerna.



Hälsokontroll vid ankomsten till Kenya

Det är söndag morgon och våra möten börjar inte förrän måndag. Varje gång vi reser försöker vi få till iaf en dag utan möten, en tid vi använder för att utforska omgivningen. Säkerhetssituationen i Kenya har diskuterats de senaste två åren. Attentatet mot Westgate Shopping Mall den 21 september 2013 skedde ca 10 minuters gångväg från vårt hotell och krävde ett 70-tal liv. Denna följdes av ett antal mindre omfattande attacker tills attacken mot Garissa University College skedde drygt tre veckor innan vår resa där 150 unga människors liv släcktes. Bakgrunden till de allt vanligare terrorattackerna är

Kenyas militära stöd till Somalia 2011 i deras kamp mot terroristfraktionen Al-Shabaab. Omfattningen av terrorismgrupper i Kenya bedöms vara väsentligt färre än i länder som t.ex. Pakistan och Afghanistan. Att dessa grupper nått så pass stora "framgångar" är dock ett tecken på att landet ännu så länge inte har så lång erfarenhet av att hantera denna typ av hot.

Alla som har en viss vana av att resa i "farliga" länder vet att intrycken väl på plats oftast är något annat än mediabilden på förhand. Självklart ska man dock inte vara dumdristig. Alla städer har kvarter som vid vissa tider på dygnet är mindre lämpligt att vandra omkring i, även Stockholm. Således gör vi en sedvanlig avstämning med hotellpersonalen innan vi traskar till närmaste galleria. Vi börjar, som vi ofta gör, med ett matvaruhus, i detta fallet börsnoterade Uchumi.



Ett av Uchumis största matvaruhus (Sarit Centre)

Uchumi som funnits sedan 1975 har haft en hel del problem genom åren. Varuhuset på bilden är deras största och håller god internationell standard.



Mattias jämför kexpriser

Vi reagerar på det faktum att det inte finns några East African Breweries öl på hyllorna (trots 95% marknadsandel i Kenya och massiv reklam även inne i butiken). Det går rykten om att en del leverantörer slutat leverera produkter till Uchumi p.g.a. betalningsförseningar. Kan ligga något i det kanske.

På vägen hem går vi förbi en av otaliga agenter för M-Pesa, det mobila betalningssystemet.



M-Pesa agent – Safaricom har drygt 80 000 agenter i Kenya. Här kan du sätta in pengar och ta ut pengar, samt skicka mobilbetalningar även om du ej har en mobiltelefon.

58% av Kenyas befolkning har ett mobilt bankkonto. Jämförelsevis har ledande M-Pesa har totalt 22m användare (av totalt 26m i Kenya), varav 14m är aktiva användare (har använt betalningsmedlet senaste 30 dagarna). Enligt kenyanska nationella statistikmyndighet hanterar M-Pesa betalningar motsvarande 34% av Kenyas BNP årligen. Safaricom's betydelse (M-Pesa startades 2007) är svår att underskatta och har sannolikt påverkat utbredningen av mobila betalningar i Östra Afrika. Länder som Somalia, Uganda och Tanzania har alla över 30% penetration medan västafrikanska länder som Nigeria (4%) och Ghana (13%) ligger långt efter.



Nairobi down town sett från hotellet

Efter en god natts sömn är det dags för våra första möten. Utöver de med kenyanska bolag har vi även två möten med bolag från Uganda.

Stanbic Uganda

Vi träffade VD Patrick Mweheire vid dagens första möte. Uganda med sina 35 miljoner invånare är en spännande del av det östafrikanska bältet. Tillväxten de senaste sju åren har snittat strax under 6%. I termer av välfärd ligger man med USD 600-700 en bit under Kenyas USD 1000-1200 i termer av BNP/capita. Likhetera med den kenyanska ekonomin är också många. Kaffe och te är de viktigaste exportvarorna och likt Kenya löper man såväl ett signifikant budget- och bytesbalansunderskott som man försöker investera sig ur genom statliga investeringar i infrastruktur, något som skall säkerställa att landet når den genomsnittliga tillväxten om 6% årligen fram till 2040 för att nå rollen som ett "medelinkomstland".

Stanbic Uganda är den största banken (av 25 i Uganda) med ett börsvärde om ca USD 500m och en marknadsandel mätt i termer av totala tillgångar på knappt 20%. Förutsättningarna för vår vän är minst sagt knepiga med en styrräntesättning som handlar mycket om att skydda valutan snarare än att tämja inflationen. I nuläget applicerar centralbanken en styrränta på 12% (höjt 1% det senaste året) samtidigt som inflationen gått ned från 7% till i nuläget strax under 2% på årsbasis. Även tidigare har landet haft en relativt hög realränta något som föranlett en hel del utländska investeringar i landets obligationsmarknad. När den ugandiska shillingen sedan slutet av 2014 tappat närmare 15% mot USD har delar av dessa

flöden reverserat och satt press på valutan vilket leder oss till dagens extremt höga realränta på närmare 10%. Historiskt har den ugandiska shillingen tappat 2-3% årligen mot USD, en ganska normal (till låg) siffra jämfört med andra frontier markets.



Mattias och Shamoon med VD för Stanbic Uganda, Patrick Mweheire

En viktig drivkraft för ekonomin är som sagt statliga investeringar i infrastruktur. Det är intressant att konstatera att närmare 50% av skatteintäkterna (USD 2,5 mdr av USD 5 mdr) spenderas på utbyggnation av vägnät, elektricitet etc. Detta skapar affärsmöjligheter för mindre underleverantörer vilket är en viktig kundgrupp för nya lån där lånetillväxten i nuläget ligger på 14% för sektorn som helhet. Bakgrunden till satsningen är fyndigheter om 6,5 mdr fat olja vilket fr.o.m 2019 skall ge en produktion om 200 000 fat/dag och förväntas generera USD 2 mdr årligen till statsbudgeten. Vilka oljeprisantaganden som står bakom dessa siffror förblev osagt. I kombination med budgetunderskott på mellan 7-9% och bytesbalansunderskott på 12% finns det således en tydlig riskbild i ett medellångt perspektiv.

Tills vidare är dock banksektorn i relativt gott skick. De som haft svårigheter är de utländska bankerna

(framförallt från andra afrikanska länder) där förtroendet från slutkunder varit relativt lågt vilket innebär att tillgången till billig finansiering (bankinsättningar) varit begränsad. För en bank som Stanbic som är den största lokala banken har dock förutsättningarna varit goda. Räntemarginalen har legat över 11% och avkastningen på eget kapital om 30% är nästan dubbelt så hög som genomsnittet.

Equity Bank

Equity Bank är Kenyas näst största bank i termer av totala tillgångar och den största i termer av börsvärde. Vi fick möjlighet att sitta ner med delar av bolagets ledning. Likt Uganda har de senaste årens starka lånetillväxt handlat om bieffekter av stora statliga investeringar där arbets- och kontraktstillfällena uppstår bl.a. till följd av stora infrastrukturinvesteringar. Vi diskuterade uthålligheten i bolagets höga räntemarginaler (ca 10%) vilket framförallt handlar om billig finansiering (drygt 30% av bankkonton får ingen ränta och endast ca 20% ligger på sparkonton). Bolaget medger att en viss press på räntemarginalerna är ofrånkomlig men hävdar att statlig intervention är osannolik. Detta p.g.a. ett tydligt uppsatt mål om att få flera kenyaner att sköta sina betalningar via bank.



Mattias med delar av Equity Banks ledningsgrupp

Detta i sig kräver stora investeringar i inte alltid helt enkla områden utanför städerna. Ett viktigt framtida affärsområde för bolaget blir deras insteg på allvar i mobilbetalningar i något som blir en direkt konkurrent med välkända Safaricom (läs mer om Safaricom längre ned). Equitel som bolaget heter har som målsättning att tillhandahålla en komplett mobilbetalningstjänst men inklusive banktjänster (att du även kan låna pengar, spara osv via mobiltelefonen). Den tänkta tekniska lösningen, ett s.k. tunt extra simkort som kan läggas ovanpå det

existerande och därmed användas parallellt med ev annat simkort, har dock drabbats av förseningar då säkerheten i den tekniska lösningen ifrågasatts i domstol. Enligt Equity Bank förväntas ett positivt och definitivt utslag till deras fördel innan juni månads utgång. Konkurrenterna är mindre säkra. Om man löser de tekniska osäkerhetsmomenten finns det möjlighet att försöka utmana dominerande Safaricom. Lånetillväxten för kenyanska banker ligger på goda 15-25%. Givet att landets viktiga turistnäring haft två tuffa år med terrorister och viss oro för ebola, att landets viktiga exportvaror te och kaffe haft en svag prisutveckling samt att de närmaste årens stora förväntade investeringar i oljesektorn fått sig en törn av prisfallet på olja så föranleder detta en diskussion. Så som vi tolkar det är den viktigaste drivkraften, på samma sätt som i Uganda, statliga investeringar i infrastruktur. Dessa till början centralstyrda investeringar skapar sedermera kringssysselsättning för underleverantörer nedåt i värdekedjan. Fokus på investeringar har varit infrastruktur med en målsättning att bygga 1 000 mil vägar i framtiden men även ett landsomfattande järnvägsnät samt pipelines för gas och olja.



5 av de 10 000 km vägar som är på väg att byggas i Kenya

Kenya ser att man har chansen att bli den huvudsakliga vägen in till Östra Afrika, vilket man nu försöker säkerställa med erforderlig infrastruktur. Samtidigt konstaterar vi att elpriserna i landet, trots hög andel vattenkraft, ligger relativt högt USD 0,16-0,18/kWh. Detta kan jämföras med Pakistan där den övre prissättningen ligger på USD 0,145 och där effekterna av lägre energipriser genom många års investeringar framöver sannolikt kommer sänka denna nivå. Vi tror det finns en utmaning för Kenya att se till att de investeringar som nu görs fördelas på ett sätt att man sedermera, och inte alltför långt

in i framtiden, kan generera privata investeringar i landet. Detta kräver utöver vägar och järnvägar även erforderlig elektricitet till ett rimligt pris samt arbetare till de produktionsanläggningar man hoppas på. Utbildning, och inte enbart spetsutbildning, är en viktig komponent för att bibehålla tillväxttakten efter att staten och bilaterala organisationer inte längre kan pumpa in pengar i landet. Svårigheten här är sannolikt av politisk karaktär, då det finns en historia av att varje ny ledare har något annorlunda agenda än föregående (någon vill framförallt satsa på vägar, någon annan på utbildning osv). Balansen kommer vara avgörande.

Givet att landet fortsätter att driva ett budgetunderskott och bytesbalansunderskott på strax över 8% så krävs det att staten och bilaterala investerare med begränsat vinstintresse, såsom världsbanken, fortsätter att stödja landet de kommande åren för att bibehålla tillväxten. Vi blir något bekymrade över att höra att en bank som Equity Bank kan erhålla finansiering från statliga investeringsfonder (Sveriges motsvarighet heter Swedfund) på räntenivåer omkring 3% årligen. Dessa pengar lånas sedan vidare ut i utländsk valuta till räntenivåer så lågt som 7% för större företag. Denna finansieringskostnad har inneburit att USD-denominerade lån blivit mycket populära och mellan 2013 till 2014 steg från 17% av totala lån till 24%. Om trenden fortsätter innebär den såväl en risk för fortsatt krympande räntemarginaler men också sannolikt en viss valutarisk i företagens balansräkningar och därmed förhöjd kreditrisk för t.ex. Equity Bank. Banken betonar sitt arbete med att säkerställa att denna typ av lån endast ges till bolag vars verksamheter i minst motsvarande grad har inflöden i samma valuta.

Närvaron av väsentliga risker är betydande och vi anar allmänt (inte specifikt för Equity Bank) en viss lättja gentemot dessa. Med lite tur kan landet ta sig förbi investeringspuckeln, få till en beständig ny investerarbass som kan ta över investeringsbördan och därmed höja tillväxten till en nivå som medger så pass höga skatteintäkter att man kan sänka budgetunderskott samt få igång fler tillväxtmotorer. Belöningen kan bli att Kenya uppnår sin målsättning att nå standarden "medelinkomstland" år 2040. Risker man bör följa noggrant är dels politiska förändringar (och förändrad investeringsbalans) samt högre internationella räntenivåer där vi inte är helt förtjusta i de lite väl förmånliga lånevillkoren internationella institutioner nu förser landet med.

Umeme

Vi träffar därefter VD på Umeme som är Ugandas dominerande distributör av el till slutkonsumenter. Ugandas totala installerade kraftkapacitet uppgår idag endast till 800 MW varav ca 550 MW utnyttjas vid full efterfrågan. Detta är ungefär ¼ av Karachis (20 miljoner invånare jämfört med Ugandas 35 miljoner) kapacitet. Som kuriositet kan sägas att Sveriges installerade kapacitet är omkring 35 000 MW. Mer lär behövas om landet fortsätter växa 6% om året.



Tundra med utvecklingsansvarig samt VD på Umeme.

Såväl existerande som planerad utbyggnad är huvudsakligen vattenkraft. Det är intressant att konstatera att Uganda valde att ersätta investerare villiga att förse landet med ny kraftkapacitet mycket väl. Umeme erhåller 20% USD-avkastning på den el man distribuerar. På samma sätt tycks Uganda ha ersatt investerare i själva kraftgenereringen väl då det genomsnittliga elpriset i Uganda ligger på ca USD 0,145/kWh, högt givet att det huvudsakligen är vattenkraft. Vi tror i sig beslutet att betala de första internationella investerarna väl varit klokt hittills. Det råder ej någon brist på elektricitet och nya projekt är planerade. Om man talar med fabrikschefer på i princip vilken utvecklingsmarknad som helst i världen får man höra att priset på elektricitet är sekundärt till faktisk tillgång till el. Umemes nuvarande kontrakt går ut 2025 och staten har då i teorin rätt att byta ut bolaget. Givet att bolaget lyckats mycket väl med att hålla nere distributionsförluster tror vi risken för detta är mycket liten. En väl formulerad utköpsklausul innebär dock att aktieägarna även i detta fall bör bli väl kompenserade. Likviditeten i aktien är tyvärr inte den bästa men en värdering på 7x årsvinsten med hyfsad säkerhet i avkastning samt goda långsiktiga tillväxtförutsättningar gör att det finns en rimlig

avkastningspotential. Riskerna är framförallt två – Dels är elsektorn i sin natur mycket politisk. Nästa år är det val i Uganda. Förhoppningsvis innebär detta en kontinuitet i energipolitiken men man vet aldrig säkert. Det andra är att det finns någon form av obalans i ekonomin i nuläget som är svårt att till fullo förklara. Vi är något bekymrade över de höga realräntorna och dess egentliga ursprung. Detta föranleder en något djupare analys som vi får återkomma med.

Bamburi Cement

Vi träffar under vår resa de två ledande cementbolagen i Kenya. Den installerade kapaciteten av s.k. klinkertillverkning (när kalksten bränns till pellets) är idag ca 5 miljoner ton. Den installerade kapaciteten av cementmalningsfabriker (själva slutfasen när klinker mals till färdig cement och förpackas) uppgår till omkring 7 miljoner ton. Anledningen till detta är att trots att Kenya har reserver av kalksten som skall räcka mer än 50 år så är tillgången till denna begränsad till ett fåtal aktörer. Givet att efterfrågan på cement varit hög har detta inneburit att en del aktörer istället importerat klinker (framförallt från Asien). Skillnaden i lönsamhet mellan en cementtillverkare som är fullt integrerad (såväl klinkerbränning samt cementmalning) är väsentlig. En annan viktig faktor är transportkostnader och logistik. Såväl att ligga nära sina viktigaste marknader (cement är dyrt att transportera) samt tillgång till hamnar (kol är normalt sett det mest lättillgängliga bränslet men kräver såväl närhet till hamn samt lagringsmöjligheter).



Tundra träffar Bamburi Cement

Bamburi är Kenyas största cementbolag och tillika Lafarges (världens största cementbolag) dotterbolag i landet. Huvuddelen av produktionen sker och säljs i

Kenya men viss verksamhet bedrivs även i Uganda och andra närliggande länder. Den största fabriken ligger i kuststaden Mombasa vilket innebär möjlighet att använda importerat kol som bränsle, en kostnadseffektiv lösning. Därtill har Kenya stora reserver av kalksten som är den huvudsakliga insatsvaran i produktionen (enligt ledningen 40-50 års produktion). Reserverna är stora men tillgängliga enbart för ett fåtal producenter, däribland Bamburi. Detta sätter bolaget i en fördelaktig position. Vi konstaterar att prisbilden i Kenya ligger på ca USD 100-120/ton medan prisbilden i Uganda är ca USD 150-160/ton. De högre priserna i Uganda förklaras av en annorlunda energimix med ca 20-25% eldningsolja givet att transportsträckan ej medger koleldning. Istället utgörs närmare 50-60% av bränslet i Uganda av alternativa bränslen såsom restprodukter från jordbruk. Bolaget räknar med att cementefterfrågan kommer växa med 10-12% om året under en överskådlig framtid, hjälpt av infrastrukturbyggnation men även sedvanlig byggnation. Vi anar en viss motvilja att diskutera det faktum att Bamburi Cement har 90% kapacitetsutnyttjande medan sektorn som helhet i Kenya ligger på ca 75%. Våra frågor kring investeringsplaner blir inte riktigt besvarade. Med 35-40% marknadsandel bör bolaget ha vettiga chanser att försvara sig vid ett ev prisrig. Frågan är om man kommer låta någon annan aktör knappa in på försprånget. Cementpriserna i Kenya ligger en bit högre än i Pakistan och Vietnam och det finns nog visst utrymme för nedgång givet ledig kapacitet. Det krävs dock sannolikt att Bamburi initierar ett prisrig vilket ter sig osannolikt. Värderingen på 13x årsvinsten är inte låg men heller inte på absurda nivåer såsom t.ex. i Bangladesh (25-30x).

ARM Cement

Vi träffar även landets andra stora cementtillverkare ARM Cement. Detta utvecklas till ett intressant möte då bolagets representant är väl beläst på såväl branschsiffror som specifikt förutsättningarna för den kenyanska cementsektorn. Bolaget har idag en kapacitet på 2,6 m ton cement, fullt integrerad (såväl klinker som cementmalning). ARM cement tog sin senaste klinkeranläggning i bruk i slutet av 2014 vilket enligt bolaget kommer höja lönsamheten till den högsta i branschen fr.o.m. 2015 (enligt bolaget kommer EBITDA-marginalen stiga från nuvarande 22% till 33% allt annat lika). Trots god marknadstillväxt (12% om året förväntat) avser bolaget ej öka sin kapacitet förrän 2017. Istället skall de närmaste två åren användas till att låta

kassaflödena arbeta ned den höga skuldsättningen. Liknande ord från Bamburi avseende expansion förefaller efter mötet med ARM än mer rimliga givet att det något mindre ARM sannolikt har ett visst kostnadsövertag på Bamburi. Tillsammans dominerar de marknaden och båda har därför incitament till att ej försöka agera på den andres bekostnad. De kommande åren är det istället nigerianska Dangote Cement som mer sannolikt kan röra om lite på marknaden. Deras 2,5 m ton integrerade anläggning i Tanzania (söder om Kenya) ska vara klar om 2 år. Dangote Cements beslut att lägga fabriken just där var enligt ARM Cement helt föränlett av att det var där de fått brytningsrätter vid en större kalkfyndighet. Detta innebär dock att de ligger relativt långt ifrån hamnar och även långt ifrån de viktigaste upptagningsområdena i Tanzania. Givet ARM Cements stora kalkstensbrott och givet att bolagets produktionsanläggningar ligger mycket fördelaktigt till är det kanske inte helt orimligt att en eventuell ny aktör på marknaden framförallt skulle titta på dem som uppköpsobjekt, särskilt då Bamburi Cement redan kontrolleras av världens största cementtillverkare Lafarge. Hur ser Mr Dangote på det?



Tundra med ARM Cement

Kenya Commercial Bank (KCB)

Vi träffar därefter Kenyas största bank mätt i tillgångar. Det blir ett intressant möte där vi får möjlighet att följa upp en del av frågeställningarna

från mötet med viktigaste konkurrenten Equity Bank. Det blir mycket diskussioner kring Equity Banks lansering av Equitel där KCB istället valt att alliera sig med Safaricom och erbjuda sedvanliga banktjänster till Safaricoms kunder. Av naturliga skäl går åsikterna kring vilken variant som kommer vara bättre isär. Vi får dock en del intressanta siffror från samarbetet med Safaricom. Safaricom har i nuläget ca USD 400 m stående på M-pesa konton där KCB räknar med att kunna få in knappt 40% i sin bankverksamhet på sikt. Intjäningen delas sedan 80/20 till KCB:s fördel. Det blev en diskussion kring hur "intjäningen" definieras då detta förstås här avhängigt hur KCB placerar pengarna. Enligt bolaget är Safaricom ej med och påverkar detta utan KCB meddelar helt enkelt Safaricom intjäningen varpå den senares andel räknas ut och betalas. (Så stort förtroende hade vi nog inte sett i t.ex. Sverige). KCB bekräftar Equity Banks bild av att det framförallt är små- och medelstora bolag där utlåningen ökar kraftigt. Den totala utlåningen ökar med 16-18% om året medan tillväxttakten i det förra segmentet är närmare det dubbla. Målsättningen är att små- och medelstora bolags andel av utlåningen skall ökas till 20% de närmaste åren, jämfört med drygt 10% i nuläget. Räntemarginalen på dessa lån är betydligt högre än för storföretag. Detta till trots ser bolaget en viss press på den konsoliderade räntemarginalen. En ökning av USD-denominerade lån är sannolikt en delförklaring. En annan förklaring är centralbankens införande av s.k. referensränta vid utlåning, något som fått låntagare att bli mer noggranna med att kolla räntenivåer på sina lån.



För såväl KCB som Equity Bank går det att påtala att lönsamhetsnivåerna långsiktigt ej är hållbara och det finns tydliga risker, såväl från ekonomin som val av

risktagande. Det bör dock konstateras att pressen på räntemarginaler bör vara en långsam process samt att i det fall bankerna kan vidhålla lånetillväxt på mellan 15-20% utan ökade kreditförluster ter sig värderingarna på omkring P/E 10-12 inte höga. Det finns således uppsida i ett positivt scenario. Man bör dock hålla ett vaksamt öga på de risker vi påtalat samt ta god höjd i värderingen för dessa.

Safaricom

Dagens sista möte blir med Safaricoms finanschef. Bolaget är utan tvekan Kenyas stolthet, med 86% varumärkeskännedom och 88 000 agenter för bolagets mobilbetalningssystem, grönfärgade för enkel identifiering, M-Pesa i varje gathörn. Med nästan 70% marknadsandel inom mobiltelefoni och över 90% marknadsandel inom mobila betalningar är det rimligt att ställa sig frågan hur mycket bättre det kan bli. Värderingen på P/E 27x är bland de högsta av telekombolagen på frontier markets och tillväxtantagandena är höga (>20% vinsttillväxt de kommande 5 åren). Även om tillväxtantagandena skulle stämma så blir den nuvärdesberäknade multipeln fortfarande drygt dubbelt så hög som för t.ex. Kcell i Kazakstan eller Pakistan Telecom i Pakistan. För att vara rättvisa mot bolaget bör vi dock påpeka att tillväxten är fortsatt hög i Safaricom medan den i princip är noll i K-cell och knappt hälften i Pakistan Telecom. Röstsamtal utgör fortfarande mer än 50% av bolagets intäkter. Prisnivåerna för vanliga samtal ligger 4x högre än i Pakistan, ett land med motsvarande välfärdsnivå. De ligger även väsentligt högre än i Marocko där BNP/inwånare ligger drygt 3x högre än Kenya. I Marocko gick priserna ned 70% på fem år efter att konkurrensen på allvar etablerades. En förutsättning för att de ska komma ner är dock just väsentlig konkurrens, vilket bolaget varit förskonat ifrån. Vi ser dock hur konkurrensen hårdnar framöver där vissa av konkurrenterna nu erbjuder halva priset på samtal och paketerbjudande som inkluderar data. Tillväxten förväntas enligt bolaget sjunka till 2% för de kommande tolv månaderna. Det kan vi förstå. Penetrationsgraden i Kenya är endast 80% (jämfört med över 100% i Pakistan). En förutsättning för högre abonnemangstillväxt är dock sannolikt större konkurrens och lägre priser. Oavsett vilket scenario som inträffar så ter sig intäkterna från röstsamtal inte uthålliga. Mobilt internet växer snabbt. Denna del av intäkterna utgör just nu 10% men växer 60%. Vi ställer oss dock frågande till hur länge bolaget har möjlighet att bibehålla den tillväxttakten till nuvarande lönsamhet då man framförallt försöker sälja data efter användning (betala per gigabyte). Särskilt

som en del av konkurrenterna nu erbjuder pakettlösningar likt de vi är vana vid i västvärlden (i.e. – surfa så mycket du vill för X kronor). Bakom bolagets värdering ligger sannolikt, och med all rätt, en god dos entusiasm för Safaricoms världsledande mobilbetalningstjänst M-Pesa. Detta bolag används som exempel på hur "den nya världen" tar tekniksprång som ej var möjligt när västvärlden växte fram. Det är ett bolag som onekligen förtjänar att beundras och som tjänat som modell för många andra länder (bl.a. Bangladesh) avseende hur man skapar betallösningar på mindre utvecklade marknader. Som potentiell aktieägare måste vi dock fokusera på den framtida intjäningen och hur vi tror förutsättningarna kan förändra denna framöver. För det första ser vi hur Safaricom gradvis får betala mer till distributörer av tjänster (t.ex. KCB i banksamarbetet). I takt med att kenyanska konsumenter integreras i bankväsendet ökar sannolikt behovet av traditionella bankprodukter. Safaricom fick här ge ifrån sig 80% av intjäningen. Equitels eventuella möjligheter att konkurrera får vara osagt. Klart är dock att när Equitel gick ut och sade att man skulle sänka priserna på mobilbetalningstjänster dramatiskt så sänkte Safaricom omedelbart sina egna priser för att, som man själv uttryckte det, "kväva det försäljningsargumentet". Konkurrens behöver m.a.o. inte innebära att någon faktiskt tar transaktionsvolym från M-Pesa utan det räcker med att man lyckas påverka bolagets prissättning och marginaler. Det är sannolikt att bolaget kommer behålla sin ledande roll av såväl mobiltelefoni, mobilt internet samt sin roll som ledande leverantör av mobila betalningar i Kenya. Bolaget har också goda möjligheter att expandera utbudet av tjänster och man marknadsför inom sitt varumärke. Vid vårt samtal nämndes exempelvis långt framskridna planer på att lansera "Kenyas Amazon" eller "Kenyas E-bay" och bolagets nya kombinerade TV/internettjänst "Big Box" kommer sannolikt bli populär. Bolaget har ett mycket starkt förtroende bland kenyanerna i allmänhet och om man vårdar sitt varumärke väl finns det stora möjligheter att utnyttja det inom många områden. Bolagets roll för den kenyanska ekonomins utveckling ska heller inte underskattas vilket gör det sannolikt med fortsatta politiskt stöd. Givet nuvarande utbredning, sannolikt lägre marginaler samt ökad konkurrens, finns det dock en risk att investerare blir besvikna på själva vinstgenereringen i förhållande till vad man idag betalar. Som aktieinvestor i Kenya måste man ta hänsyn till att avkastningskravet skall vara väsentligt högre än på utvecklade marknader. Med en 5 års ränta på 11,5% och en minimi riskpremie på

5% (bolaget är ej belånat) så talar vi 16,5% avkastningskrav årligen. Om vi räknar baklänges med hjälp av en förenklad version av Gordons formel (nuvärdesdiskonterade utdelningar) så konstaterar vi att för att Safaricom idag skall vara korrekt värderad så behöver bolagets kassaflöden (förenklat till vinster i detta exemplet) växa med över 25% årligen i tio år framöver. Det låter kanske inte orimligt men då bör man beakta att de senaste 5 åren har Safaricom endast lyckats med detta 1 gång. Således konstaterar vi att investerare idag förväntar sig att bolaget härifrån accelererar (!) sin vinstökningstakt och att denna uppnås varje år de närmaste tio åren. Safaricom är ett fantastiskt bolag och ett föredöme i Kenya. Aktien är dock alltför dyr och den finns för tillfället inte med i vår portfölj.



Tundra med Safaricoms finanschef

Vi inleder vår andra dag med att träffa kenyanska Transcentury, en underleverantör till bolag verksamma inom infrastrukturinvesteringar i Kenya. Bolaget har tre verksamhetsben: 1) elkablar och transformatorer – säljs huvudsakligen i detaljistledet samt till mindre kontraktstillverkare vid byggen 2) byggprojektering med fokus på infrastruktur, t ex. vägbyggen, gruvor och el 3) egna infrastrukturprojekt – exempel på detta är att bolaget byggt en 35 MW geotermisk elanläggning som man numera är delägare i. Tanken är att ha ett investeringsben som komplement till övriga verksamheter. Eltillbehör säljs framförallt i Kenya medan de två övriga verksamheterna är engagerade i hela Östra Afrika.

Transcentury hävdar att man har mellan 40-50% marknadsandel inom sin tillverkning av kablar samt ca 10% marknadsandel på transformatorer. Det finns 5-6 lokala konkurrenter inom kablar men dessa är mycket små. Konkurrensen kommer huvudsakligen från importerade varor men dessa åsätts en 25% importskatt. Tillväxten i bolagets segment är förstås hög. Man befinner sig i just de segment som idag driver Kenyas förväntade tillväxt. Kenya har idag 1 800 MW elkapazität i drift. Det finns en fastställd plan där denna kapaciteten skall ökas till 5 000 MW under 2017-18. Kenya ligger efter men tillväxten är ändå god, i slutet på 2015 förväntas man ha mellan 2 500-3000 MW installerade. Framförallt satsas det på geotermisk kraftgenerering som p.g.a. Kenyas geologiska förutsättningar är ett kostnadseffektivt alternativ.



Möte med Transcentury

Underleverantörer till kraftindustrin har goda tillväxtförutsättningar. Här kommer vi dock till problemet. Bolaget är litet (USD 50 m börsvärde) och riskerna med byggprojektering och att driva egna infrastrukturprojekt ter sig oproportionerliga för ett så litet bolag. Man har de senaste åren tvingats till två större nedskrivningar, USD 10m resp USD 12m. Bolaget överväger därför att göra en större kapitalanskaffning, ett antal gånger nuvarande börsvärde, för att förbättra sina förutsättningar att konkurrera framförallt inom byggprojekteringen och infrastrukturprojekten.

East African Breweries

Efter Transcentury sätter vi oss i en bil och kör 15 km ut från centrala Nairobi, till East African Breweries (EABL) huvudkontor. EABL är Kenyas och Östra Afrikas ledande bryggeri. Drygt 60% av försäljningen sker i Kenya, knappt 20% i Uganda och drygt 10% i Tanzania. 75-80% av försäljningen är idag öl och lågalkoholalternativ medan 20-25% är sprit. Den långsiktiga målsättningen är att öl och sprit skall utgöra omkring lika mycket vardera av försäljningen. De närmaste 5 åren förväntar sig bolaget att sprit växer till 30-40% av omsättningen. Största ägaren är internationella jätten Diageo som äger drygt 40% av bolaget.

East African har ca 95% marknadsandel i Kenya och en ständig fråga är när internationella jättar som SAB Miller eller Heineken på allvar ska försöka ta sig in på marknaden. Konsumtionen i Kenya ligger idag på ca ¼ av det internationella snittet (15 liter per invånare vs 60 i världen) och för Tanzania och Uganda ligger konsumtionen på drygt hälften av detta. De långsiktiga tillväxtförutsättningarna är goda och det är rimligt att bolaget kan hålla en god tillväxttakt de närmaste åren i takt med att allt fler får råd med öl (ganska dyrt till en kostnad på mellan 5-10 kr för en 33 cl flaska). Värderingen på East African är dock utmanande, 35x årsvinsten, utan att se ut att ha betydande marginalförbättringar framför sig och med en tillväxt i intervallet 10-15% årligen. Spännande bransch, välskött bolag men alltför dyr aktie i nuläget blir vår slutsats. Vi äger för tillfället inga aktier i bolaget.



Tundra träffar EABLs finanschef

Kenya Power

Mötet med Kenya Power ger en god insikt i hur den kenyanska kraftsektorn utvecklats och vad som är att vänta framöver. Kenya Power är ett delvis statligt ägt kraftbolag som arbetar med distribution av el till slutkonsumenten. Bolaget har ansvar för all slutleverans av el till kenyaner men man får i de mindre ekonomiska områdena utanför storstadsregionerna assistans av staten som tar de investeringar som ej skulle löna sig för Kenya Power (som dock i ett senare skede har möjlighet att ta över driften). Det finns idag ca 1 800 MW elkapacitet installerat och det finns en nationell plan att öka detta till 5 000 MW inom 2-3 år. Detta är osannolikt att uppnås men det är samtidigt högst sannolikt att kraftsektorn i Kenya kommer att behöva öka kraftigt under många år framöver. Som en jämförelse kan nämnas att Sverige med 10 miljoner invånare har idag ca 35 000 MW, Polen som fortfarande tillhör tillväxtmarknadskategorin men som har ungefär lika många invånare som Kenya har idag 35 000 MW. För att möjliggöra uthållig tillväxt i Kenya krävs att elkapaciteten sannolikt ökar snabbare än ekonomin som helhet. För ett bolag som tjänar pengar på varje kWh som används är det en ganska bra långsiktig tillväxtmöjlighet. Det blir många diskussioner kring elstöld och elförluster där våra erfarenheter från reformerna av det pakistanska distributionsnätet är nyttiga som referenspunkter. Vi konstaterar att Kenya Power idag tillåts förlora max 16,6% av el som produceras men ligger på drygt 18%. Detta mått hårdnar också de kommande åren och om inte bolaget uppnår det så får man ersätta differensen genom resultaträkningen. Det kan verka som att det finns stor förbättringspotential från 18% elförluster men man ska ha i åtanke att "bottennivåer", även i västvärlden, landar på 12%. På tillväxt- och gränsmarknader är transmissions- och distributionsförluster ofta högre än de KPCL idag uppvisar. Här finns sannolikt också anledningen till att bolagets värdering, med kenyanska mått mätt, är låg på P/E 7 trots goda tillväxtmöjligheter i verksamheten. Mot flygplatsen. Marocko nästa hållplats!

