

Resedagbok Nigeria 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.

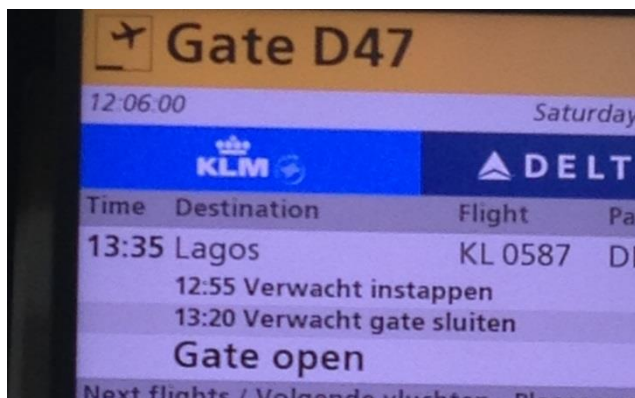
Introduktion

Så hade turen kommit till Nigeria, Afrikas största ekonomi och en av de viktigaste marknaderna inom frontier markets. Innan oljepriset föll under USD 100/fat var det på pappret en ekonomi i en avundsvärd situation, något som dramatiskt förändrades under hösten och vintern 2014 när oljepriset inom ett par månader halverades. En ny situation för ett land som plötsligt blir av med en av sina få tydliga komparativa fördelar. När dessa ord skrivs (november 2015) har aktiemarknaden i lokal valuta, från toppen i början av juli 2014 till dags datum, fallit 35% i lokal valuta, 47% i USD och 33% i svenska kronor. Värderingen har kommit ned väsentligt och med detta har attraktionskraften för oss som investerare allt annat lika ökat. Med detta sagt handlar det för oss om att även göra en bedömning av den negativa dynamiken i ett land som, förutsatt att oljepriset inte dramatiskt förändras, de närmaste åren går igenom vad som kan bli en smärtsam omställningsperiod. Förutsättningarna förändras. Gamla regler gäller potentiellt ej längre.

Vi åkte dit under försommaren för att med egna ögon se effekterna på de börsnoterade bolagen och få input kring vår nuvarande och framtida allokering till aktiemarknaden. Till synes en dyster inledning får ej överskugga det faktum att Nigeria med sina 160 miljoner unga invånare (medianålder 2014 var 18 år), stora reserver av olja och gas samt sitt strategiska läge mellan central- och västafrika, en dag åter kommer resa sig. Timing i investeringsbeslut är av yttersta vikt. Förutsättning för timing är kunskap. Vad är en bättre tidpunkt att besöka ett land än när det är uträknat av de flesta av världens investerare?

Trevlig läsning!

Mattias Martinsson
Förvaltningschef, Tundra Fonder AB



På väg till Lagos

Mot Lagos

Att ta sig till Nigeria är en relativt smidig flygresa på knappt 11 timmar med ett mellanstopp i Amsterdam. Med nödvändiga resehandlingar, inklusive intyg om vaccination om gula febern, var själva inträdesprocessen relativt smidig. Vi anlände på utsatt tid, kl 19.15 lokal tid. Vi konstaterade att de senaste årens oljemiljarder ej hade allokerats till den internationella flygplatsen.



Utanför Murtala Muhammed Airport en lördagkväll

Närmare en timmes väntan på bagaget följdes av en knapp timmes bilresa till hotellet. Vi konstaterar att prismässigt ligger hotellpriserna i Lagos 2-2,5 gånger nivåerna i Karachi och strax över samma nivå som i Kenya, dvs 2500-3000 kr/natten.



Söndag morgon i Lagos

Söndagen passade vi på att använda för utflykter på egen hand med besök på några lokala köpcenter som en naturlig utgångspunkt. Hotellet vi bodde på låg i ett relativt lugnt område vilket medgav ett par kilometers promenad genom såväl bostadskvarter som kommersiella centrum.



Mattias utanför en återförsäljare av MTN mobilteleanbottning (Nigerias största mobilteleanbottning)



Shamoon på Lagos gator

Som vanligt passade vi på att undersöka butikernas sortiment. Slående var dominansen av utländska varumärken i den organiserade handeln samt den stora prisskillnaden mellan utländska och inhemska varumärken.



Mattias jämför Flour Mills (ett av våra tidigare portföljinnehav) olika pastasorter



Sedvanliga stora kontraster i gatumiljön – nya lyxiga byggnader sida vid sida med bristfälliga vägar

Vårt första möte under måndagen var med **Flour Mills**, en av Nigerias största matvaruproducenter. Som kan härledas ur namnet var bolagets verksamhet inledningsvis huvudsakligen mjölförsäljning. Vete importerar till Nigeria givet dåliga förutsättningar att odla vete i Nigeria. Med årens lopp har bolaget förädlat sitt produktutbud och är idag en av de största producenterna även av pasta, nudlar och kex. Bolaget har även expanderat till sockerframställning. Bolagets primära styrka är dess distributionskapacitet. Steget in i sockerframställning motiverades primärt av möjligheterna att sälja till en viktig kundgrupp (bagerierna) genom samma försäljningskår och på detta sätt uppnå skalfördelar.



Utanför fabriken ser vi hundratals av Flour Mills egna transportfordon

Som för flertalet bolag inom konsumentindustrin importerar Flour Mills en stor del av de råvaror som används i produktionen. I kombination med en svagare ekonomisk aktivitet, därmed begränsade möjligheter att höja sina priser samt hög skuldsättning står bolaget inför en fortsatt tuff period. Detta trots att aktien fallit närmare 80% från toppnivåerna i mitten av juni 2013.

Efter Flour Mills åker vi vidare till **Oando**, en av Nigerias olja- och gasproducenter. Bolaget har omkring 420 m fat oljeekvivalenter (boe) (60% av produktionen utgörs av gas) och producerar omkring 20 m fat boe per dag. För att bolaget ska visa vinst krävs ett oljepris på omkring USD 50-55/fat och för ett positivt kassaflöde (före investeringar och räntebetalningar) krävs USD 30/fat. Vi får en bra genomgång av Nigerias relativt komplicerade energipolitik i nuläget, där slutsatserna för vår del blir att det är fortsatt rätt att undvika sektorn – inte enbart p.g.a. de låga energipriserna. Det finns långsiktigt goda möjligheter för Nigeria att bättre tillvarata landets gasmöjligheter, inte minst för att tillgodose en mer effektiv elförsörjning. Vi ser dock inte att det i nuläget finns en helt tydlig strategi för att nå dit.



Tundra träffar Oando

Efter Oando är det dags för möten inom banksektorn. Första mötet är **Zenith Bank**, ett av våra större innehav. Zenith Bank är en av Nigerias tre största banker vilket innebär att vi får en bra inblick i ekonomin och banksektorns nuvarande status. I enlighet med konsensus räknar även Zenith Bank med ytterligare en devalvering, i linje med terminskontrakten på den nigerianska nairan som indikerar 10-15% fram till slutet av 2016. På den positiva sidan konstaterar vi att krisen 2008-09 (när oljepriset senast kollapsade) innebär att flertalet av bankerna, inklusive Zenith Bank, varit relativt konservativa i sin utlåning till energisektorn de senaste åren. Zenith Bank har drygt 20% av sin utlåning till energisektorn (varav 8% till olja- och gasproducenter). Ett långsiktigt oljepris under USD 50/fat kan skapa problem för oljeproducenter men bankens lån till energisektorn är stresstestade ner till nivåer strax under USD 40/fat. Privata krediter som procent av BNP i Nigeria ligger idag på under 25%, vilket är omkring ¼ av OECD-genomsnittet. Att tillväxtförutsättningarna för banksektorn i Nigeria är långsiktigt goda är således uppenbart. Som aktieägare i nigerianska banker är således vårt primära fokus att vi är

bekväma med risknivån. Vi lämnar mötet med Zenith Bank som nöjda aktieägare.



Shamoon och Mattias med Zenith Bank



Trafik i Lagos kring lunchtid

Efter Zenith Bank bär det av till **Transcorp**. Bolaget är ett ganska spretigt konglomerat vars tillgångar idag framförallt utgörs av hotellfastigheter och kraftverk men där framtida investeringar i större utsträckning kommer allokteras till energisektorn, specifikt gas och gaseldade kraftverk. Bolaget berättar om ett ambitiöst projekt som handlar om att utveckla ett vertikalt integrerat gaseldat kraftverk som innefattar såväl utveckling av en införskaffad gaslicens, pipelinebygge samt utbyggnad av sin kraftgenererande kapacitet med mer än 2000 MW.

En snabb överslagsräkning ger vid handen att det handlar om investeringar på USD 2,5-3 mdr, något som i nuvarande finansiella klimat i Nigeria kan tyckas ambitiöst och är förenat med viss genomföranderisk. Dock alltid intressant att träffa visionära företagsledningar. Idén om att bättre använda Nigerias gastillgångar för att generera billig elektricitet är god.



Mattias och Shamoon med Transcorps VD

På väg till nästa möte påminns vi om ett av Nigerias idag mer allvarliga problem – terroristorganisationen Boko Haram. På flera ställen i städerna fann vi skyltar med namnen på de drygt 200 flickor som fortfarande sägs saknas efter Boko Harams attack mot ett flickgymnasium april 2014 och en uppmaning till regeringen att lösa problemet.



Skyltar med uppmaning till regeringen att rädda de av Boko Haram bortförda flickorna.

Vi tar oss vidare till **Dangote Cement**, Nigerias och även Afrikas största cementproducent. Här får vi förmånen att möta bolagets relativt nytillträdde (februari 2015) VD, Onne Van der Weijde och Finanschef Brian Egan.

Dangote Cement är ett spännande bolag och ett exempel på där aggressiv expansion lönat sig såväl i marknadsandelar som i marginaler, inget (såvitt Tundra känner till) annat cementbolag i världen lyckats uppnå. De bäst belägna kalkreserverna och tillgång till billig gas är delförklaringar. Andra förklaringar återfinns dock i en aggressiv expansion där konkurrensen kuvats samt skatteunderlättnader. Bolaget har konstant legat på ett kapacitetsutnyttjande väl under 80% under lång tid. Det är mycket ovanligt att ett bolag som expanderar sin kapacitet så kraftfullt som Dangote Cement gjort de senaste tio åren, lyckas göra detta med bibehållen lönsamhet. Bolaget imponerar med en väl genomtänkt expansionsstrategi och har exekverat närmast fläckfritt trots en mångdubbling av kapaciteten under relativt kort tid. Framöver blir dock expansionen utanför Nigeria allt viktigare och här kommer bolaget tappa en del av de fördelar man idag har (attraktiva kalkfyndigheter, låga gaspriser samt ibland skatteunderlättnader). Därtill är vi något bekymrade kring det faktum att man även i Nigeria nu avser addera kol som bränslekälla vid klinkerframställningen. Bolaget vill ej gå in på bakgrunden till detta men den konspiratoriskt lagde kan ana ett politiskt önskemål om mer marknadsprissatt gas (för att stimulera produktionen) i Nigeria de kommande åren. Under tesen att de kraftigt lägre oljepriserna hämmar den ekonomiska aktiviteten i Nigeria de närmaste åren kommer också efterfrågan att mattas samtidigt som de skatteunderlättnader som bolaget idag erhåller klingar av (i nuläget betalar bolaget ingen skatt) vilket kommer slå rakt ned på nedersta raden. Bolagets nettomarginaler om 40% är förstås ej uthålliga. Trots nedgång på närmare 40% från toppnoteringarna ter sig värderingen på P/E 13 i detta ljus ej uppenbart låg.



Mattias och Shamoon med Dangote Cements VD och Finanschef

Vi åker därefter vidare till **Stanbic IBTC Holdings**, en nigeriansk bank verksam i premiumsegmentet. Stanbic är en av de högst ansedda bankerna i Nigeria med en välkänt konservativ redovisningspolicy. Verksamheten byggdes inledningsvis utifrån utlåning till internationella bolags verksamhet och förmögenhetsförvaltning. Först 2007 inledde man en satsning på mindre kunder, då i syfte att öka tillgången till billig inlåning. Den traditionella bankverksamheten utgör idag omkring 60-65% av bolagets vinst före skatt medan förmögenhetsförvaltningen utgör 35-40%. Den mest intressanta delen av bolagets verksamhet är i våra ögon förmögenhetsförvaltningen. Bakgrunden är det nigerianska pensionssystemet som bildades 2004. Företagen avsätter 10% av bruttolönen och den anställde avsätter något mindre. Totalt 6-7 miljoner nigerianer (dvs de som är officiellt anställda – primärt statligt anställda) omfattas idag av pensionssystemet men antalet omfattade ökar med drygt 10% årligen. Stanbics pensionsförvaltning har drygt 20% marknadsandel och är med det marknadsledande. Det totala pensionssystemet uppgår idag till omkring USD 35 mdr och Stanbics pensionsbolag förvaltar omkring USD 7 mdr. Den genomsnittliga bruttointäkten ligger idag på omkring 1% men bör sjunka i takt med att pensionssystemet växer. Lönsamheten inom förmögenhetsförvaltning är av förklarliga skäl hög (45% avkastning på eget kapital) och den framtida tillväxtpotentialen ter sig god givet Stanbics starka lokala varumärke.



Tundra med Stanbics verkställande ledning

På vägen till nästa möte ser vi ett intressant exempel på indrivning av fordringar i banksektorn – En oljerigg har bogserats in till centrala Lagos av bankens indrivare när låntagaren ej lyckats följa sin betalningsplan.



"Väl förankrad säkerhet"

Medan regnet forsar ner tar vi oss till mötet med **FBN Holdings**, Nigerias största bank i termer av tillgångar. Det blir ytterligare en intressant diskussion kring vilket skick Nigerias ekonomi befinner sig i och i vilka sektorer problem kan anas. Även här förväntar man sig 10-15% devalvering. FBN är den av bankerna som har högst exponering mot energisektorn (40% av låneboken). Med något lägre status än de övriga storbankerna innebär det samtidigt att kundklientelet befinner sig något under den genomsnittliga nivån, vilket innebär en viss ökad risk. FBN är en av de banker vi antagit en något mer försiktig syn gentemot givet historiskt större problem med riskhanteringen. Efter att ha fått en genomgång av lånebokens fördelning konstaterar vi dock att även i detta fallet ter sig riskerna för de närmaste 12-18 månaderna hanterbara. Värderingen är låg (P/E 3, P/BV 0,3).



Tundra med delar av FBN Holdings företagsledning

Vårt sista möte, under denna relativt korta resa, är med **United Bank of Africa** som är ett av våra större innehav i båda våra frontierfonder. Likt sina konkurrenter räknar banken med att nairan försvagas ytterligare de närmaste tolv månaderna, om än mer modest (8-10%). Vi får en mycket noggrann genomgång av låneboken, vars diversifiering understödjer vår tes om att den katastrof som marknaden just nu diskonterar i bankens kurs blir mycket svårt att uppnå. Värderingen på strax över P/E 2 döljer med största sannolikhet överskattade vinster, eventuellt under flera år framöver. Det krävs dock att en sådan botten nås utan att därefter erbjuda en bra bas för högre framtida tillväxt under åren som följer därefter. Den kombinationen köper vi inte riktigt.



Mattias och Shamoon träffar UBA:s företagsledning

Vi blir något förvånade då vi direkt efter mötet med UBA anmodas att ta oss mot flygplatsen. Vårt flyg går först kl 22.00 och mötet med UBA är klart kl 15.30. Det visar sig dock att det är med nöd och näppe vi lyckas ta oss de knappt 30 kilometrarna på 5 timmar, trots poliseskort.

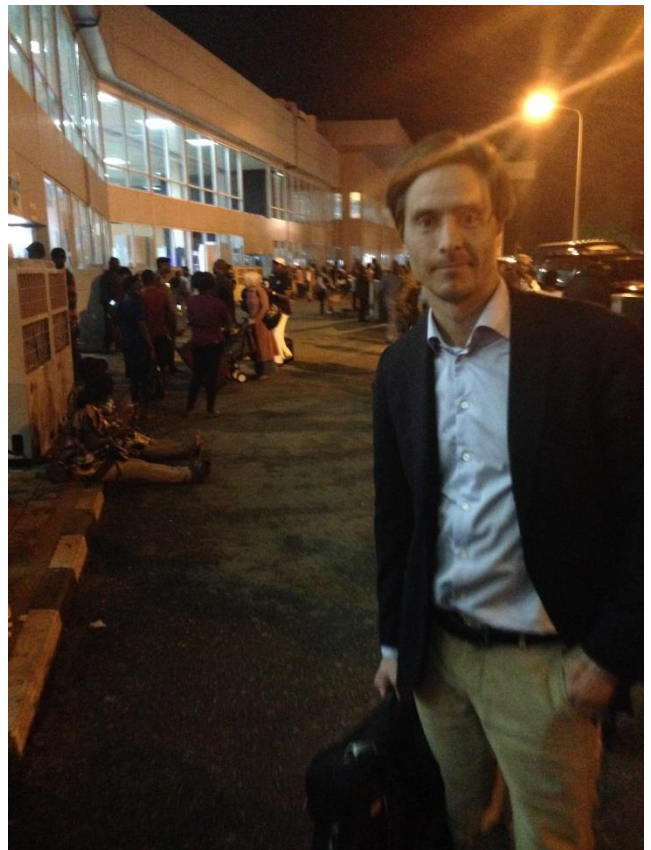


VIP-eskort till flygplatsen

Under undertecknads snart 20 år av resor på tillväxt- och frontiermarknader är det första gången vi närapå missar planet. Den sista bilden på resan höll på att kosta oss våra flygplansstolar.



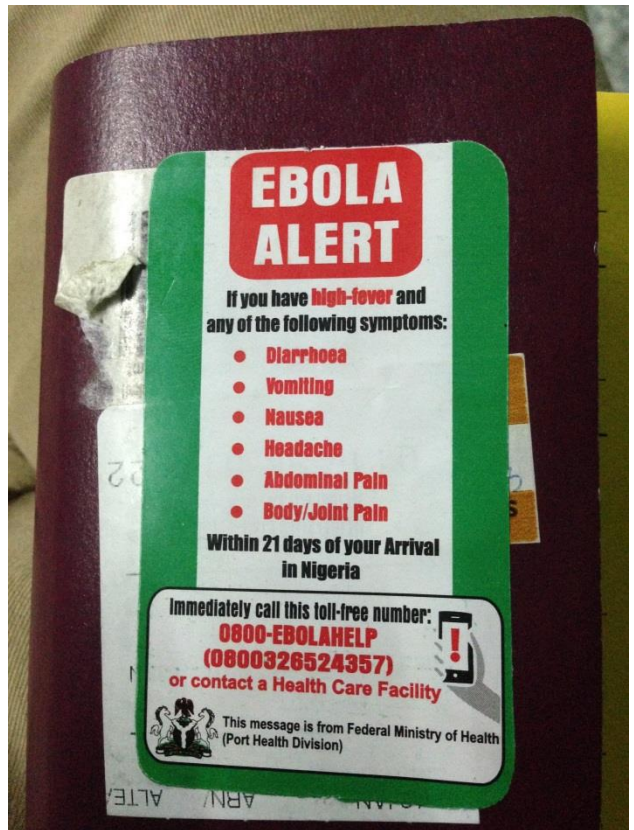
Underhållning under en mindre rolig bilresa



Framme på flygplatsen efter 5 timmar i bil

Slutsatserna från resan är flera. Vi tror inte på någon plötslig kollaps i den nigerianska ekonomin. Bankerna framstår som väl förberedda, vilket sannolikt har en delförklaring i att kriserna 2008-09 och 2011 ligger så pass nära i tiden. Om nuvarande oljepriser under USD 50/fat håller i sig står landet dock inför en stor omställning som även med den starkaste politiska viljan kommer ta flera år att genomföra. Utifrån ett investeringsperspektiv ser vi att banksektorn är först ut att diskontera de nya förutsättningarna. Kurserna har pressats till i våra ögon alltför låga nivåer och erbjuder en så pass stark framtida potentiell avkastning att vi ej vill stå utanför på nuvarande nivåer. Vi är betydligt mer försiktiga gentemot konsumentsektorn. Även här har kurserna fallit kraftigt men värderingarna är fortsatt höga i spåren av internationella investerarens ibland alltför naiva jakt på "säker och strukturell tillväxt" de senaste åren. Alltför mycket har betalats för allt för lite tillväxt. Utgångspunkten för nedgången denna gången var helt enkelt för hög och det finns sannolikt en hel del utrymme på nedsidan kvar. Flertalet av bolagen inom konsumentsektorn importerar en stor del av de varor som används i tillverkningsprocessen p.g.a. avsaknad av lokala alternativ. Med största sannolikhet kommer vi få se ytterligare en väsentlig försvagning av nairan vilket ökar tillverkarnas produktionskostnader. Givet svagare inhemsk efterfrågan blir dessa kostnader svåra att föra vidare till slutkonsumenten vilket kan komma att pressa marginalerna. Efter presidentskiftet och den nya regeringens tillträde konstaterar vi också en hårdare (nödvändig förvisso tror vi) attityd avseende skatteindrivning. Det tydligaste exemplet är kravet på Afrikas största mobilteleoperatör MTN att betala en angiven skatteskuld om drygt USD 3 mdr som påstås ha gömmts undan skattemyndigheten i Nigeria. I avsaknad av oljepengar kommer den nya regimen att behöva alternativa intäkter. En av världens lägsta alkoholskatter (6% av fabrikspriset) med en muslimsk nytillsatt president i behov av nya intäkter är en specifik risk för det största nigerianska bryggeriet Nigerian Breweries (vi äger ej aktien).

Vår sammanfattning kan framstå som pessimistisk men speglar snarare en nödvändigt krass syn på de marknader vi bevakar och det vi kräver för att inkludera bolag i våra portföljer. Afrika i allmänhet, och Nigeria i synnerhet, kommer erbjuda fantastiska investeringsmöjligheter de kommande åren. Det krävs dock att man som investerare tar god höjd för de risker som dessa investeringar innebär. I slutändan handlar det om att köpa billiga aktier vid något så när rätt tidpunkt.



Reseminne – Högst motvilligt togs den bort inför en resa några veckor senare



Sista stegen på nigeriansk mark