

TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV OKTOBER 2011



Välkommen till Tundra Fonder!

Så är vi äntligen igång.

Sverige har fått ett nytt fondbolag, uteslutande fokuserat på tillväxtmarknader. Ett bolag som letar upp de mest intressanta aktierna istället för att investera i index. Det sägs att drakar lyfter bäst i motvind och då är förutsättningarna onekligen optimala. Under sämsta möjliga marknadsförutsättningar har vi lanserat två fonder som båda hamnar i högriskkategorin. Våra inledande portföljer är byggda och vi tar emot insättningar dagligen. Våra fonder kan redan nu köpas hos de flesta av Sveriges banker och fondkommissionärer, vi kommer inom kort in i PPM. För några dagar sedan registrerades våra fonder även i Finland.

Det är således dags att lämna uppstartsfasen och gå in i förvaltarfasen. Härifrån kommer vi tala huvudsakligen om vad vi investerat i och varför.

En rysslandsfond och en pakistanfond. På ytan väldigt olika produkter men med en röd tråd. Tundra Fonder ska leverera något som andra fondbolag inte levererar. I Ryssland handlar det om att leverera en lite vassare fond där vi investerar i en koncentrerad portfölj som uteslutande innehåller de bolag vi verkligen gillar. I Pakistan handlar det om att öppna upp en helt ny marknad som tidigare inte varit tillgänglig för fondsparare. Mycket hög risk men en kittlande långsiktig potential. 2011 var Pakistans BNP/invånare USD 1200, jämfört med 10300 i Turkiet och 49000 i Sverige. De senaste 30 åren har Pakistan varit en av världens 30 snabbast växande tillväxtmarknader under sämsta möjliga förutsättningar.

Om denna utvecklingen fortsätter ser framtiden ljus ut för sparare i Pakistanfonden.

I våra månadsbrev kommer vi sträva efter att försöka ge dig som andelsägare en inblick i hur vi tänker och varför vi investerar som vi gör. För dig som andelsägare hoppas vi detta innebär en möjlighet att följa upp enskilda idéer och resonemanget bakom dessa. Vi kommer regelbundet ge dig som andelsägare möjlighet att träffa din förvaltare för att diskutera fonden och framtiden. Håll utkik på vår hemsida efter nästa investerarrträff. I förlängningen hoppas vi ökad insikt i hur vi resonerar och agerar innebär att du känner dig mer trygg som andelsägare i våra fonder.

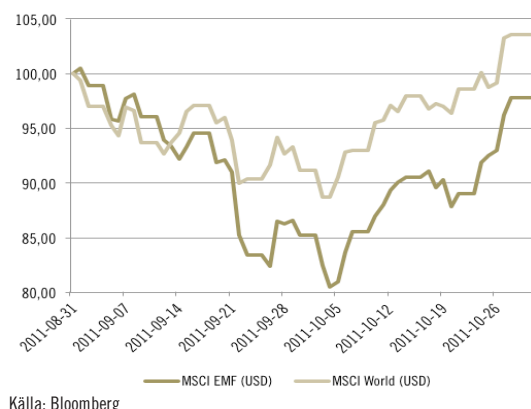
Välkommen!

Månadsbrev oktober 2011

Tillväxtmarknader under oktober

MSCI EMF (USD) steg 13,0% under månaden (7,2% i SEK) efter den svaga utvecklingen under september. Efter att ha bottnat ur 4 oktober innebar ökad optimism kring skuldsaneringen i Europa att riskaptiten återkom på de flesta av världens tillväxtmarknader. Ökad optimism i Europa innebar också en förstärkning av europeiska valutor mot USD. Euron stärktes 4% mot dollarn och svenska kronan hela 6%. Då flertalet tillväxtmarknadsvalutor fortsatt primärt följer den amerikanska dollarns utveckling var detta något som dämpade avkastningen signifikant för många tillväxtmarknadsfonder.

Diagram 1: MSCI EMF och MSCI World (USD)



Tundra Rysslandsfond

Måndagen den 17 oktober, i en turbulent marknad, inhandlade vi vår inledande portfölj. En inledningsvis mycket positiv marknad föll tillbaka kraftigt efter Merkels uttalande om njudda inställning till gemensam skuldsanering och dollarn rusade.

Marknaden

Ryska aktiemarknaden (MSCI Russia) steg under månaden med 18,1% i USD (12,0% i SEK). Det var en marknad som präglades av stora kast men för månaden som helhet får vi betrakta händelseförloppet som att risk återigen var populärt bland investerare. Bland vinnarna återfanns flera av stål- och råvarubolagen. TMK steg 40%, Novolipetsk 33% och

Mechel 31%. Gazprom steg 20% efter att ha tillkännagivit att utdelningen potentiellt kan dubblas samtidigt som spot priserna på gas i Västeuropa steg över 60% från botten 10 oktober. Detta efter att ha fallit lika mycket i USD under september.

Fonden

Tundra Rysslandsfond steg från och med 14 oktober 2,9%, jämfört med MSCI Russia under samma period som steg 5,4%. Innehaven i LSR Group och X5 (båda omkring 3% av portföljen) utmärkte sig positivt medan innehaven i Magnitogorsk och Sistema tyngde utvecklingen.

Tabell 1: Tundra Rysslandsfond 10 största innehav

	Tundra vikt (%)	P/E	
		2011E	Dir avk (senast) 2012E
Sberbank stam och pref	9.5%	4.6	1.8%
Gazprom	8.0%	3.2	2.2%
Rosneft	7.5%	5.8	1.3%
Lukoil	7.1%	4.2	3.7%
Surgutneftegaz pref	4.6%	3.2	7.8%
Federal Grid (FSK)	4.6%	9.4	0.7%
Mostotrest	4.3%	13.7	1.7%
E.ON Russia	4.3%	9.0	0.0%
MTS	4.1%	9.7	7.2%
KMG	3.5%	4.3	5.4%

Källa: Bloomberg

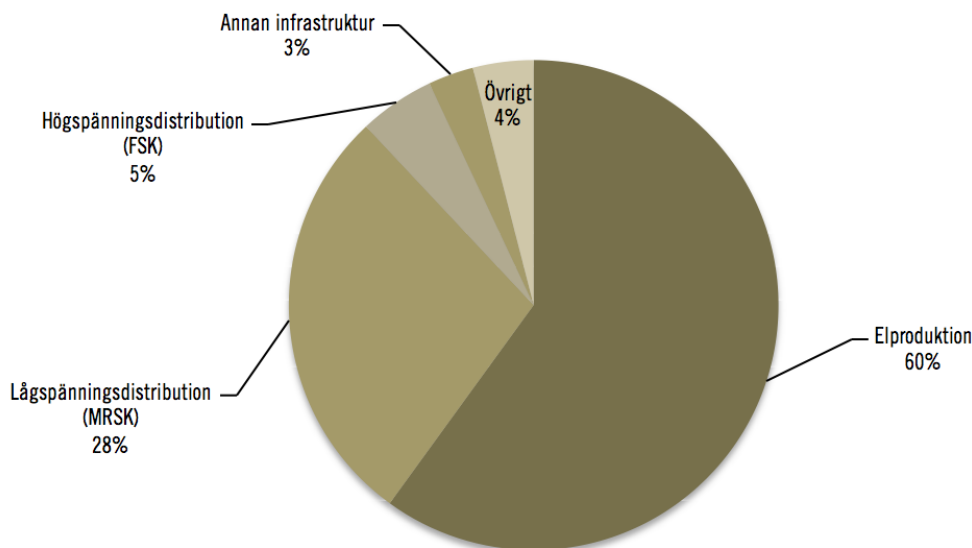
Månadsbrev oktober 2011 - Tundra Rysslandsfond

Överblick i kraft men det kommer mer

Fonden har valt att ta en betydande position i kraftsektorn, större än de flesta andra aktörer. Vi kan vara för tidigt ute, men flera bolag är så lågt värderade att vi måste börja bygga exponering redan från start. Kraftsektorn är oerhört komplicerad och beroende av politiska beslut och svängningar. Inte alla delar är intressanta i nuläget. Kraft- och värmegenerering (s k. OGKs och TGKs) har i våra ögon tappat för mycket efter statens uttalanden om att försöka hålla nere kraftpriserna i Ryssland. Många kraftaktier är fortfarande ned över 40% i år i USD och då var inte aktierna

högt värderade i början av året. Vi tror inte det är i kraft- och värmegenerering som risken för statlig inblandning är högst. Om man studerar nuvarande prissättning av 1 kWh el så konstaterar vi att det är framförallt lågspänningsdistribution (MRSK Holding och underliggande dotterbolag) som framförallt är i riskzonen för ytterligare statlig intervention. Kostnaden för distribution är oproportionerligt hög (28% av kostnaden för slutanvändare) i förhållande till såväl kostnaden för högspänningstransporter (FSK) (5-7%) och själva kraftproduktionen (OGK och TGK) (60%).

Diagram 2: Andel av kostnaden för 1 kWh Ryssland för slutanvändare



Källa: Troika Dialog

Vi har valt att ta en position redan nu i FSK (högspänningsnätet) då vi anser att värderingen är alltför låg. Bolaget handlas till en värdering understigande 40% av sin RAB (reglerade kapitalbas). Vi har även investerat i några av de mest kostnadseffektiva kraftgenereringsbolagen OGK4 (E.ON Russia) och Rushydro. Vi förväntar oss en utdelning på drygt 6% i E.ON Russia nästa år vilket är en bra nivå för ett bolag som har hunnit göra de mesta av sina investeringar de lovat myndigheterna i privatiseringen. Givet Putins uttalande så sent som för en dryg vecka sedan, där

han specifikt understryker tidigare uttalanden kring statens målsättning att hålla nere kostnaderna för ryska konsumenter tror vi det kommer ytterligare negativa uttalanden för sektorn inför de mycket viktiga dumavalen i december. Vi är beredda att öka vår position i kraftsektorn och har ytterligare ett par mindre bolag på radarn för eventuell framtida inklusion i portföljen. Det mest sannolika är dock att vi inväntar vad som kan bli ytterligare ett "ben" ner i sektorns kraftiga nedgång relativt marknaden. En hel del kommer hända i sektorn fram till årsskiftet.

Månadsbrev oktober 2011 - Tundra Rysslandsfond

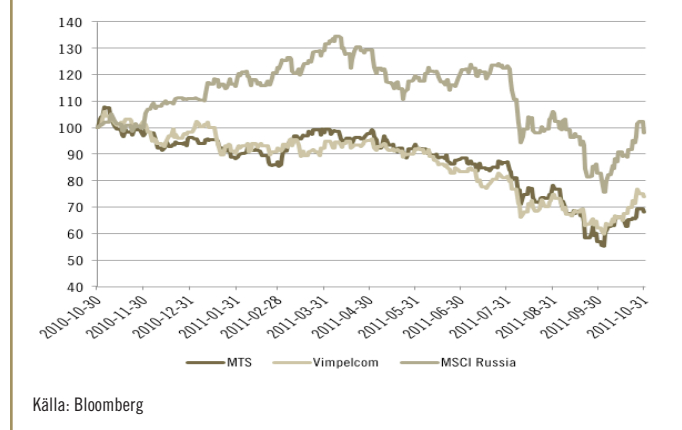
Telekom – För mycket är inprisat

Mycket tråkiga rykten inför licensauktionerna för 4G i Ryssland gör gällande att den enda innehavaren av en 4G licens kommer att sälja utrymme till icke-marknadsmässiga priser till de noterade bolagen. Det talas om priser på uppemot USD 1 miljard för något som i rådande marknadsläge borde tilldelas snarare än prissättas. Detta har tyngt mobilteleoperatörerna. MTS handlas nu till 7% direktavkastning. Aktiekursen har gått 30% sämre än MSCI Russia de senaste tolv månaderna, vilket motsvarar drygt USD 7 mdr av MTS börsvärde. Även om de mycket tråkiga ryktena skulle stämma borde händelsen i sig således vara diskonterad. Tillkänniggivandet av licensen väntas komma under våren 2012.

Vi ser dock även risker för lönsamheten i MTS och konkurrenten Vimpelcom. Konkurrensen mellan mobiloperatörerna har ökat och kommer sannolikt öka ytterligare. Rostelekom (staten äger majoritet) som äger det mesta av fast telefoni i Ryssland har idag "endast" 6% marknadsandel inom mobiltelefoni men har annonserat ett mål om att nå 20% av marknaden. Risken är stor för ett visst mått av priskrig och lägre marginaler för alla aktörer. Även detta ligger dock i detta laget till stora delar i kursen. Vi har tagit en inledande

investering i MTS tack vare den låga värderingen och relativt höga utdelningen. Vi har en beredskap att öka vår exponering mot mobilteleoperatörerna när vi har en tydligare bild av den framtida lönsamheten samt mer information om när och på vilka villkor 4G licenserna ska delas ut.

Diagram 3: MTS och Vimpelcom vs MSCI Russia



Olja och gas – Faktiskt billigt

För någon som ganska högljutt går ut och säger sig inte titta på index kan det tyckas något komiskt att vi faktiskt gillar Rysslands största sektor och den överlägset största sektorn i aktieindex. På samma sätt som vi aldrig får agera utifrån en akties indexvikt får vi dock på samma sätt inte heller låta bli att agera för att en aktie ingår i index. I slutändan är det bolagets förutsättningar och aktiens värdering som avgör. I olja och gas ser vi en ganska bra risk-reward, mycket tack vare att det helt enkelt är för mycket prissatt i kurserna. I sammanhanget gillar vi att intjäningselasticiteten är relativt låg gentemot andra oljebolag i världen. Detta pga de höga skattesatserna. På P/E 6 med en marknad som prisar in USD 75/fat olja och med numera skapliga utdelningar 3% i Lukoil, 4% i Gazprom och 10% i Surgut pref känns det ganska kul att vara en långsiktig ägare. Fonden är underviktad i olja & gas jämfört med MSCI Russia, men det handlar mest om att andra sektorer är än mer intressanta.

Utöver ovan nämnda bolag har vi köpt KMG som är Kazakstans största oljebolag och regionen billigaste oljebolag enligt vår mening. Värderingen på produktion är under 7 dollar per fat vilket kan jämföras med Gazprom som är näst billigast på 17 dollar per fat oljeekvivalenter (gasen omräknad till olja) KMG har en stor nettokassa på knappt USD 4 mdr.

Börsvärdet på bolaget är drygt USD 7 mdr. Marknaden är tveksam om denna kassa någonsin kan användas för expansion. Vi träffade dock bolaget den 28 oktober. En affär med staten är nära förestående (antagligen före årets slut) där en stor del av kassan kommer att investeras i ett 50% ägande i statligt ägda MMG, som producerar över 100 000 fat olja per dag. Dessutom har bolaget just påbörjat ett återköp motsvarande USD 300 m. Ännu så länge har de köpt för USD 5 milj under 2 veckor. Det är positivt att de använder kassan både till återköp och expansion.

Privatkonsumtion

Vi har aldrig stött på en investerare som inte uttryckt önskemål om en tydlig exponering mot detaljhandel och privatkonsumtion. Vi tycker att det faktum att denna frågan alltid ställs talar för att sektorn är övervägd. Vi kan inte räkna hem flertalet av bolagen och vi tror att en alldeles utmärkt exponering mot privatkonsumtion är bankerna, där vi har en tydlig position. Vi har dock valt att investera i X5 som nu har gått lite väl dåligt relativt huvudkonkurrenten Magnit. Värderingsskillnaden lite väl stor jämfört med Magnit enligt vår uppfattning. X5 har med en uppgång på knappt 30% varit den näst bästa placeringen i portföljen sedan start efter byggföretaget LSR som gått upp någon procent ytterligare.

Tabell 2: X5 vs Magnit

Bolag	Börsvärde (USD m)	Nettoskuld (USD m)		Omsättning (USD m)		EV/omsättning		EV/EBITDA		P/E	
		2011E	2011E	2011E	2011E	2011	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
X5	8190	3900	16115	0,75	0,60	10,7	8,3	25,4	17,0		
Magnit	11344	1500	11751	0,95	0,68	13,1	9,4	25,9	25,0		

Källa: Bloomberg

Månadsbrev oktober 2011 - Tundra Rysslandsfond

Stål

Svårt läge i stålsektorn. Vi delar oron kring minskande efterfrågan från Kina på kort sikt och vi delar definitivt oron för någon form av mineralskatt, liknande den som oljesektorn fått uthärda. Det som väger mot detta är att ryska stålbolag är väsentligt mycket billigare än stålaktier på tillväxtmarknader i stort. Vi har valt att investera i två bolag: MMK och Novolipetsk. I princip har vi köpt det minst integrerade och således hårdast drabbade men också billigaste (MMK) samt det mest integrerade men också dyraste bolaget (Novolipetsk). MMKs fokus på rullat stål som är det absolut mest priskänsliga segmentet har inneburit att en orolig marknad redan värderat ner dem som om vi vore ett par steg från krisen 2008. Kanske blir det så illa men vi tror det blir en bra avkastning på ett par års sikt. Novolipetsk är det mest välskötta av stålbolagen och dess fullständiga integration innebär att intjänningen är mindre känslig mot enskilda segments svaghet.

Övriga

Exponeringar utanför de stora sektorerna är tre aktier. LSR, som är ett av Rysslands största byggbolag. De är till skillnad från de flesta nästan helt integrerade på materialsidan med egen cementfabrik (färdig 2010), tegel och stenbrott (grus och stenproduktion) De säljer framförallt lägenheter i St Petersburg men är på frammarsch även i Moskva. De är i segmentet prismässigt strax över massmarknadsproduktion. Trots att det är portföljens bästa placering under oktober med en uppgång på drygt 30% så är aktien fortfarande billig och nedgången i år är nästan 50%.

Vi har även investerat i Mostotrest, det största noterade byggbolaget med fokus på infrastrukturinvesteringar i Ryssland. Låg värdering EV/Ebitda för nästa år är 3.3 gånger. P/e 8 och orderboken är 3 gånger större än årets prognostiserade omsättning. Mostotrest har nettokassa och förväntas höja utdelningen från låga nivåer till våren. Bolaget har höga marginaler och gynnas av stora motorvägs och brobyggen i hela Ryssland men kanske framförallt i Moskva. Orderläget påverkas även mycket positivt av Sochi vinter OS 2014 och Fotbolls VM 2018. Med stor sannolikhet kommer även Mostotrest vara en konsolidator i en relativt fragmenterad marknad. De har idag ca 8% marknadsandel och stordriftsfördelarna i stora projekt som bolaget är involverat i är stora.

Diagram 4: Värdering ryska stålsektorn



Avslutningsvis så har vi köpt aktier i IBS. IBS är Rysslands ledande företag inom IT service och IT outsourcing. Bolaget bildades 1992 och grundaren är fortfarande i hög grad aktiv i bolaget. Den mest lönsamma delen är IT outsourcing, där de för närvarande anställer ungefär 200 personer i månaden. Kunderna är framförallt stora internationella koncerner. Bolaget har över 1000 konsulter som arbetar åt Deutsche Bank och över 600 konsulter som arbetar för UBS. De är strategisk partner för outsourcing för ett tiotal globala koncerner.

Den ryska IT service delen har fortfarande relativt låga marginaler jämfört med 2007, men här är potentialen desto större. Ryssland har under lång tid underinvesterat i IT sektorn. Detta lär inte bestå. I Ryssland spenderar man 1,2% av BNP på IT vilket kan jämföras med 2,5% för världens genomsnitt eller 4,3% i Storbritannien. Särskilt intressant är att det finns flera potentiella händelser som skulle kunna innebära en omvärdering relativt snart. Antagligen kommer outsourcingbolaget att särnoteras nästa år. I en jämförelse med indiska motsvarande skulle enbart denna verksamhet kunna värderas högre än hela IBS i dagsläget. En annan möjlig trigger är att man planerar att sälja ett programvaruföretag. Om man skulle lyckas kan det komma en extra utdelning till våren.

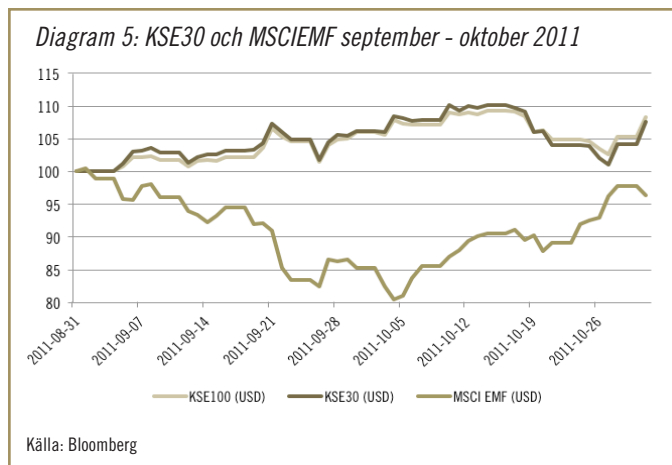
Månadsbrev oktober 2011 - Tundra Pakistanfond

Marknaden

De mest likvida aktierna KSE30 Index (PKR) steg med 0,2% under månaden. Den pakistanska rupeen följer dock USD mycket nära. I svenska kronor föll därför aktiemarknaden 3,9%. Motsvarande siffror för det bredare KSE100 Index var 0,9% respektive -3,2%. Vi konstaterar att Karachibörsen fortsätter leva sitt eget liv vilket diagram 5 till höger tydligt visar. Utlänningar var nettosäljare under oktober månad. Vi tror en viktig anledning till detta var Pakistans starka utveckling under september då KSE30 steg 6,1% jämfört med MSCI EM som föll 14,8%. När intresset för andra tillväxtmarknader sedermera kom tillbaka under oktober månad valde sannolikt en del investerare att sälja de marknader som hållt emot bäst för att finansiera köp. Fortsatt hård retorik mellan USA och Pakistan, i spåren av General Mullens illa dolda anklagelser, har sannolikt också bidragit till viss försiktighet.

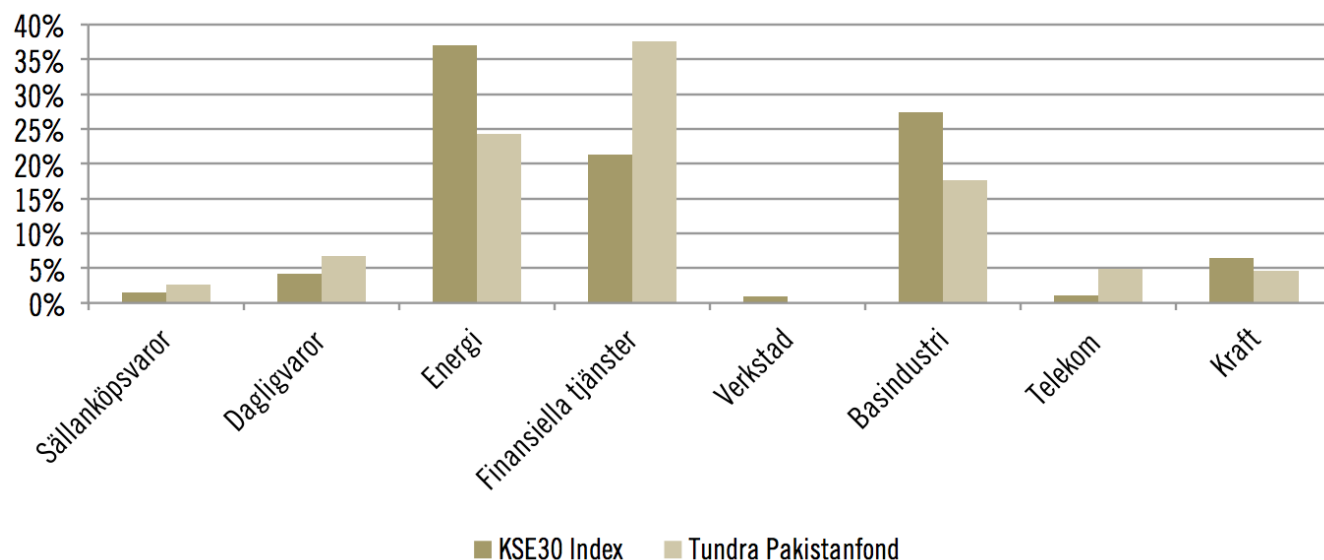
Fonden

Från startpunkten 14 oktober tappade fonden 6,2% under månaden, jämfört med KSE30 index som mätt i svenska kronor tappade 4,2% under samma period och KSE100 som tappade 2,9%. För den absoluta utvecklingen innebar svenska kronans förstärkning ett par procentenheters tapp i avkastning. Avseende den relativa utvecklingen kostade fondens övervikt i finansiella sektorn omkring 1% under månaden då bankerna utvecklades svagt. Bland enskilda innehav utmärkte sig Pakistans största textilföretag Nishat Mills som tappade drygt 20% i lokal valuta från inköp inför att bolaget levererade ett 3Q resultat 26/10 som var något svagare än väntat. Med en aktieportfölj som i dagsläget är värd mer än hela börskursen och med en direktavkast-



ning på strax under 8% anser vi aktien förtjäna en plats i portföljen. Nishat Mills blev för övrigt det första av fondens innehav som lämnade utdelning (PKR 3,3/aktie, börskurs PKR 42,81). Fondens innehav i Pakistans största bank National Bank of Pakistan kostade också en del under månaden, sannolikt inför 3Q rapporten den 27/10 som var svagare än väntat och sämst av de stora bankerna. Med en P/E värdering på omkring 4x och en förväntad direktavkastning på drygt 15% är dock mycket inprisat i aktien. Bäst utveckling bland fondens innehav uppvisades i Unilever (knappt 3% av portföljen) med en uppgång på drygt 3% i lokal valuta sedan inköp. Tillika uppvisades mindre uppgångar i innehaven i OGDC och Attock Refinery.

Diagram 6: Portföljvikter relativt KSE30 index



Månadsbrev oktober 2011 - Tundra Pakistanfond

Tabell 3: 10 största innehav i fonden

Bolag	Börsvärde			Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)
	(USD m)	Tundra vikt	KSE30 vikt		2011 *	2012E	
MCB Bank	1495	8.8%	9.2%	Pakistans fjärde största bank, bäst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%	6.1	5.7	7%
United Bank	781	8.6%	3.0%	Pakistans tredje största bank, duktiga på IR, innebär sannolik primär beneficiär vid ökat utländskt intresse	5.0	4.4	10%
OGDC	6919	8.6%	15.6%	Pakistans "Gazprom", betydande gasreserver, sämre på att få upp dem ur marknaden	9.4	7.3	4%
National Bank of Pakistan	807	8.6%	2.9%	Pakistans största bank men fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning	4.2	3.8	14%
Pakistan Telecom	633	4.7%	1.1%	Pakistans största telekombolag, omstruktureringcase med negativ tillväxt i fast telefoni men 21 miljoner mobilabbonenter och hög tillväxt inom bredband	5.5	5.8	16%
Pakistan Petroleum	2638	4.2%	8.4%	Pakistans största oljeproducent, likvid aktie	7.3	5.8	6%
Lucky Cement	306	3.9%	1.9%	Pakistans största och mest effektiva cementbolag, option på infrastruktur	6.7	5.5	5%
Engro Foods	197	3.8%	0.0%	Pakistans "Unilever", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag	35.1	12.3	0%
Habib Bank	1499	3.5%	2.3%	Pakistans näst största bank, välskött, sannolikt störst inom 3 år	6.7	6.5	5%
Hub Power Co	485	3.1%	5.2%	Pakistans största kraftproducent, över 80% freefloat, möjlig uppköpskandidat, tariffer i USD och hög direktavkastning	7.5	5.9	15%

* Standard räkenskapsår är 30 juni, vissa bolag tillämpar dock kalenderår

Engro Foods – Pakistans "Wim-Bill-Dann"

Fonden har investerat drygt 4% av tillgångarna i Engro Foods. Investerare intresserade av ryska aktiemarknaden kommer nog ihåg affären där Pepsi köpte ryska mejeri- och juicetillverkaren Wim-Bill-Dann för USD 5,7 miljarder för drygt ett år sedan, där varje omsättningskrona värderades till drygt 2 baserat på utköpspriset. Engro Foods är en avknoppning från Pakistans största konglomerat Engro Corp som fortfarande äger 90% av bolaget. 10% av aktierna såldes vid en private placement tidigare i år och vid börsnoteringen i augusti (kurs PKR 25/aktie vid båda tillfällena). Bolaget har idag ett börsvärde på USD 225 miljoner vilket är några procent högre än vid börsnoteringen i augusti. Engro Foods omsatte USD 245 miljoner 2010 och förväntas i år växa med knappt 50% till USD 350 miljoner kronor.

Engro Foods är marknadsledande inom förpackad mjölk (mjölk som säljs i t ex mjölkpaket) med 40% marknadsandel. Pakistan producerar årligen 20,7 miljarder liter mjölk varav endast 4% i nuläget säljs i förpackat format. Konsumtionen av förpackad mjölk växer dock i nuläget 10% om året, jämfört med totala mjölkkonsumtionen som växer med befolkningstillväxten om 2%. Efoods produktion om 400 miljoner liter mjölk skall genom investeringar i ny kapacitet på 2 år utökas till 700 miljoner liter och man har satt som

mål om marknadsandel om 45%. Bolaget genomför även en satsning på glass där man på två år nått en marknadsandel på 17% som i år förväntas öka till drygt 20%. Unilever dominerar denna marknad med 65% marknadsandel. Nyligen gav man sig även in på juicemarknaden, en marknad som idag domineras av Nestle (66% marknadsandel). Idag har Engro Foods en marginell marknadsandel på 1% men siktar på att nå 15% marknadsandel vid slutet av år 2015.

Om bolaget lyckas växa i linje med målsättningarna om 30% tillväxt årligen kommer Engro Foods år 2015 omsätta USD 1 miljard. Bolag med inriktning mot livsmedel har varit mycket eftertraktade av utländska investerare de senaste åren, såväl strategiska investerare som portföljinvestorer, och åsätts mycket höga värderingar mot bakgrund av de långsiktiga tillväxtförutsättningarna. Konkurrenterna Nestle Pakistan och Unilever Pakistan värderas idag till drygt 2x försäljningen och P/E-tal på 34 respektive 20x. Det är ändå billigt jämfört med Nestle India som idag värderas till närmare 7x årsförsäljningen. Tundra Pakistanfond ser fram emot att som långsiktig aktieägare följa Engro Foods utveckling till ett ledande bolag inom Asiens livsmedelssektor.

Månadsbrev oktober 2011 - Tundra Pakistanfond

Tabell 4: Engro Food vs konkurrenter

Bolag	Bloomberg ric	Aktiekurs (PKR)	Börsvärde (PKR m)	Börsvärde (USD m)	Intäkter 2010 (USD m)	Nettoskuld (USD m)	EV/Sales	P/E 2011e	P/E 2012e
Efoods	EFOODS PA	25,78	19283	223	245	63	1,17	39	12
Nestle Pakistan	NESTLE PA	3200	145119	1678	599	118	3,01	30	26
Unilever Pakistan	ULEVER PA	5611	74596	862	519	-2	1,67	20	17
Nestle India	NEST IN	4410	425180	8677	1276	-81	6,73	43	36

Källa: Bloomberg

Pakistanska banker – En investering i ett växande Pakistan

Att ett lands banksektor långsiktigt växer med minst den underliggande ekonomins nominella tillväxt är väl underbyggt av historisk data. Det finns en ofta citerad tumregel som säger att banksektorn i tillväxtmarknader över tiden tenderar att expandera med ca 1,5x den underliggande tillväxten pga en ökad penetration av finansiella tjänster. PwC publicerade i maj en rapport kallad "Banking sector in 2050" där budskapet var att banktillgångarna i de sju största tillväxtmarknaderna (E7-länderna) år 2036 kommer att överstiga G7 ländernas. Delvis pga dessa länders högre tillväxt, delvis av strukturella förändringar där ökad finansiell penetration i E7-länderna innebär att dessa länders bank-system gradvis närmar sig G7 ländernas i sin funktion för ländernas ekonomi. I G7 länderna bedömer PwC att

nuvarande nivåer på bankernas totala tillgångar ligger i intervallet 120-140% av BNP och att det är dit tillväxtmarknader kommer röra sig de närmaste 30 åren. Skillnaderna är stora inbördes. Turkiets bankers totala tillgångar är omkring 60% av BNP medan Indien idag ligger på omkring 75% och Kina drygt 140%. Eftersom banksektorn växer minst i takt med nominell tillväxt i lokal valuta i landet blir den långsiktiga tillväxten relativt förutsägbar. Det finns så kallade "sweet spots", dvs perioder då tillväxten tenderar att bli väldigt kraftig. Detta är perioder då ett lands konkurrenskraft tar ett kraftigt hopp uppåt, ofta i samband med att utländskt kapital söker sig in till landet. Ofta är detta en period av hög ekonomisk aktivitet, relativt hög inflation men då landets valuta, pga hög efterfrågan, håller sig stabil eller till och med stärks.

Pakistans banksektor

Pakistanska banksektorns tillgångar utgör idag knappt 50% av BNP. I nästan varje land världen över tenderar 4-6 banker dominera sektorn. De fyra största bankerna i Pakistan har 50% marknadsandel mätt utifrån sektorns totala tillgångar. Det kan jämföras med till exempel Turkiet där de 4 största bankerna har omkring 70% marknadsandel.

I ett tillväxtmarknadsperspektiv är banksystemet välutvecklat med god riskkontroll. Bl a finns ett nationellt kreditregister som innebär att alla banker kan se en enskild individs lån vid ny kreditgivning. Som alla börsnoterade bolag tillämpar banksektorn internationell redovisningsstandard och en genomgång av de största bankernas årsredovisningar innebär välbekant läsning. Bankerna är verksamma på en besvärlig marknad som historiskt inneburit stora utmaningar, till exempel devalveringen 2008, men man har interna styrsystem och riskkontroll som är osedvanligt väl utvecklade i en internationell jämförelse. Detta är sannolikt skälet till att bankerna klarade krisen 2008 så väl. För en långsiktig investering i banksektorn bör man hålla det relativt enkelt. Vi har valt att fokusera på de fem största bankerna med bäst balansräkningar och god genomlysning.

Idag finns fyra dominerande banker i Pakistan: National Bank of Pakistan (NBP), Habib Bank (HBL), United Bank (UBL) och MCB Bank (MCB). Där under kommer 3-4 banker som kommer få slåss om femteplatsen. I nuläget innehar Allied Bank femteplatsen och vi tror de har en rimlig möjlighet att behålla denna inom en överskådlig framtid. I termer av marknadslikviditet dominerar NBP, UBL och MCB. De två sista bankerna har därtill en notering i London, dock med väldigt begränsad likviditet. Pakistanska banker är historiskt lågt värderade och detta ska ses utifrån perspektivet att de sedan krisen 2008 varit mycket försiktiga med utlåningen och investerat en större del av kundernas insättningar i statsskuldväxlar. Utifrån denna bakgrund ser vi således inte en kraftig ökning av kreditförluster de kommande åren. Snarare ser vi en gradvis minskning som det mest sannolika scenariot. På kort sikt innebär sänkta styrräntor i Pakistan lägre intjänning för bankerna som i princip utslutande investerat kundernas depositioner i högavkastande statsskuldväxlar på bekostnad av ny utlåning. På medellång sikt innebär lägre räntor förbättrade möjligheter till utlåning vilket igen torde förbättra lönsamheten.

Månadsbrev oktober 2011 - Tundra Pakistanfond

Tabell 5: Pakistans fem största banker

Bolag	Börsvärde	Börsvärde		P/BV		Avk EK	P/E		Dir avk		2010 (PKR m)					
		PKR m	USD m	2011	Medel 2005-10		2011P	Medel 2005-10	2011P	Medel 2005-10	Totala tillgångar	5 år genomsn. Tillv.	Kundinsättningar	5 år genomsn. Tillv.	Utlåning	5 år genomsn. Tillv.
MCB Bank	MCB PA	129491	1495	1,4	3,3	26%	6,2	9,9	8,0%	3,6%	567553	14%	431372	13%	274144	8%
United Bank	UBL PA	67660	781	1,0	2,5	20%	5,0	12,0	10%	3%	698785	15%	550646	14%	368692	11%
National Bank	NBP PA	69880	807	0,5	1,5	17%	4,0	9,6	16,3%	4,4%	1035205	12%	832152	12%	477507	12%
Habib Bank *	HBL PA	129813	1499	1,3	2,3	19%	6,2	12,5	5%	2%	924699	12%	747375	13%	459750	8%
Allied Bank	ABL PA	53451	617	1,2	2,6	29%	5,4	12,0	7%	3%	449932	19%	371284	18%	268530	18%

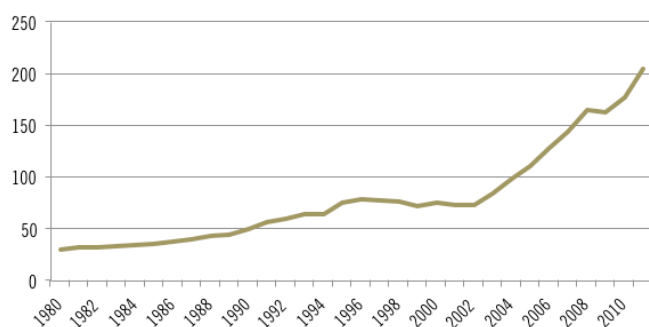
* Habib Bank avser siffror 2006-2010

Källa: Bloomberg

Kanske inte Turkiet men Egypten räcker långt

Om Pakistans ekonomi kan fortsätta växa i enlighet med vad den presterat de senaste tio åren nästkommande tio år kommer landets bruttonationalprodukt år 2021 uppgå till närmare USD 600 miljarder, jämfört med 204 mdr 2011 (prognos IMF). Med antagande om att banksektorns totala tillgångar som andel av BNP förblir på nuvarande nivåer (50% av BNP) växer banksektorns totala tillgångar nästan 4x till USD 288 mdr, från dagens 77 mdr.

Diagram 7: Pakistan BNP USD (nom)



Syftet med denna makroekonomiska extrapolering är att visa en potentiell utväxling på en investering i banksektorn i en ekonomi som sakta kommer på fötterna, med hög befolkningstillväxt och där folk gradvis får det bättre. Som investerare bör man beakta att det handlar om nominell tillväxt och inte real, framförallt prisfaktorn (inflation) får fullt genomslag. Att vi gör beräkningen i USD, istället för i Pakistanska rupees, innebär dock att prognosen tar höjd för bl a en devalvering (som 2008) på vägen. Utifrån diagrammet ser man att denna, vid tidpunkten 2008, mycket negativa händelse över ett par år nästan försvinner på den underliggande mycket större rörelsen. Exemplet ovan beskriver ett scenario för Pakistan år 2021 vid en förväntad nominell BNP/invånare på under USD 3000 och en befolk-

ning om 210-215 miljoner invånare. I termer av nominell BNP/invånare motsvarar det idag nivåerna i Egypten, Georgien eller Marocko. Det kräver förvisso att Pakistan kan upprepa vad man åstadkommit de senaste tio åren men inte mer. Om detta inträffar kommer dock den långsiktiga resan betraktas som knappt påbörjad. Det sammanslagna börsvärdet på de fem största Pakistanska bankerna är i dagsläget omkring USD 5,5 miljarder. Detta kan jämföras med den största (i börsvärde) turkiska banken Akbank vars börsvärde är USD 15 miljarder eller Brasiliens största (i börsvärde) bank Banco Bradesco USD 68 miljarder. När utlänningar återkommer till Karachibörsen kommer bankerna att vara de första bolagen de investerar i.