

# TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV MAJ 2012

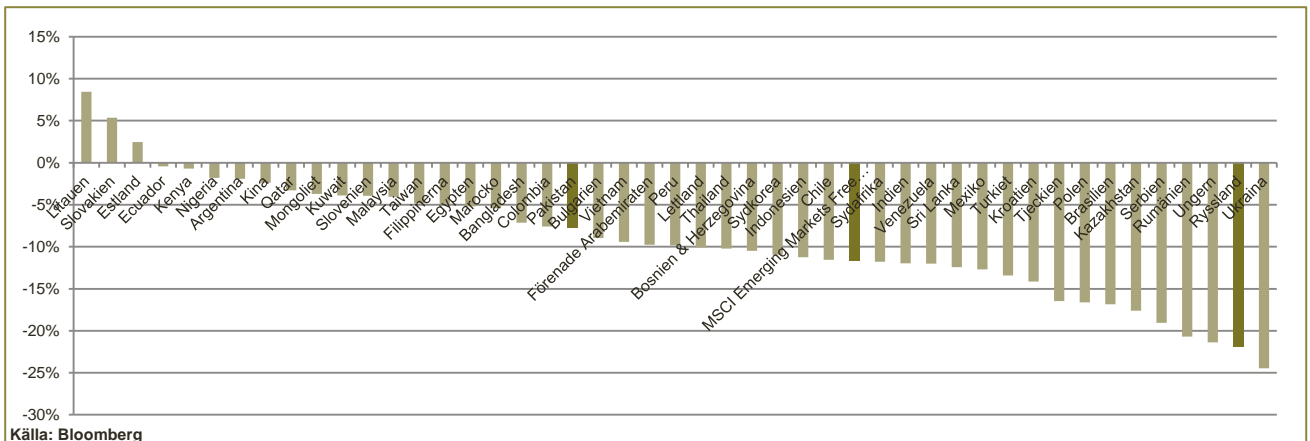


## Månadsbrev maj 2012 - Tillväxtmarknader under maj

### Riskaversion präglade månaden

Tillväxtmarknader föll 11,1% (USD) (4,1% i SEK) under maj månad. Endast ett fåtal mindre aktiemarknader höll emot den riskaversion som präglade maj. Östeuropa var svagaste regionen medan flertalet asiatiska marknader klarade sig bättre än genomsnittet.

Diagram 1: Tillväxtmarknader maj 2012



Källa: Bloomberg

### Grekland, Spanien och Kina - igen

Oro för eurozonens framtid inför Greklands val 17 juni och tilltagande oro för banksektorn i Spanien tyngde. Dollarn stärktes kraftigt mot såväl euron som kronan (8%). I skrivande stund, en dryg vecka in på juni, konstaterar vi att Kinas räntesänkning den 7e juni och Europeiska stödfondens lån till spanska bankakuten FROF (för vidare befordran till lokala banker) 9 juni inneburit en viss rekyl och tillfälligt lugnat världens aktiemarknader. Dollarn har fallit tillbaka ett par procent. Vi konstaterar dock att det finns ett fortsatt negativt tolkningsföreträde. Den omedelbara uppgången i spåren av Kinas räntesänkning möttes med nedgång dagen efter på ett "alltför försiktigt" tal från Centralbankschefen Bernanke och den omedelbara lättnadsnedgången i spanska räntor efter stödlånet undergrävdes av otydlighet avseende prioriteringsordningen i de fordringar stödfonden (tillfälliga eller permanenta) som nu förvärvat.

### Europas problem i ett längre perspektiv

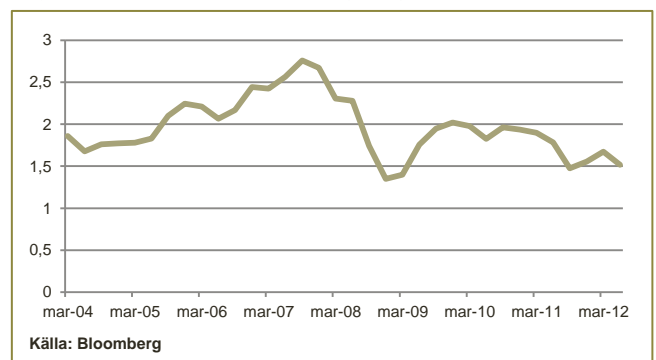
Så länge det inte finns ett gemensamt betalningsansvar inom ECB, vilket Tyskland av förklarliga skäl fortsatt vägrar, går det inte att ge en konsoliderad europeisk krisbild. Dvs, enskilda länders problem kan i teorin smitta nästa land, skapa ytterligare kostnader, smitta nästa land osv. Tills det slutliga ledet i kedjan kan identifieras så kommer denna oron finnas kvar, om än variera i styrka. För att få lite perspektiv kan vi dock konstatera att Kinas ekonomi under 2011 växte med USD 1300 mdr. Det är lika mycket som hela Spaniens ekonomi (världens 12e största ekonomi för övrigt)

och fyra gånger hela Greklands ekonomi. BRIC länderna växte under 2011 med USD 2 200 mdr vilket motsvarar "ett Italien". Global tillväxt lär m a o fortsätta.

### Tillväxtmarknader har sällan varit så lågt värderade

Det otal kriser vi sett under våra år på tillväxtmarknader har format det långsiktiga sätt vi arbetar på. Att "tajma" marknadsrörelser är ur vårt perspektiv en fruktlös uppgift och för långsiktiga investerare mindre intressant. För investerare som har möjlighet att se ett par år framåt ser tillväxtmarknader billigare ut än de varit vid alla tillfällen utom mitt under krisen 2008 (se diagram 2). Vi väljer här att ej titta på förväntade vinstnivåer (dessa kan vara för optimistiska) utan hur bolagens justerade egna kapital historiskt värderats och i nuläget värderas. Den historiskt låga värderingen visar att investerare just nu har lågt ställda förväntningar på den framtida utvecklingen. Om de är tillräckligt låga återstår att se.

Diagram 2: MSCI EMF Pris/justerat eget kapital (P/JEK)



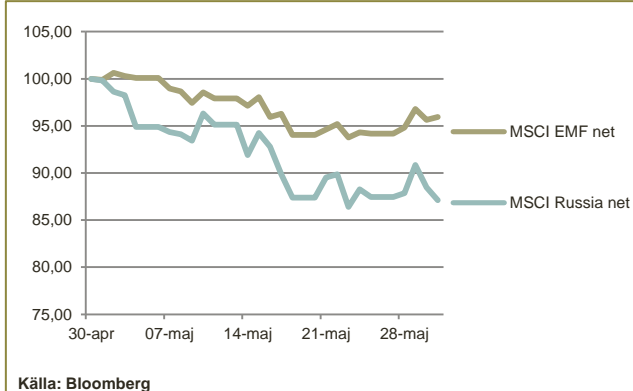
Källa: Bloomberg

## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Rysslandsfond

### Marknaden

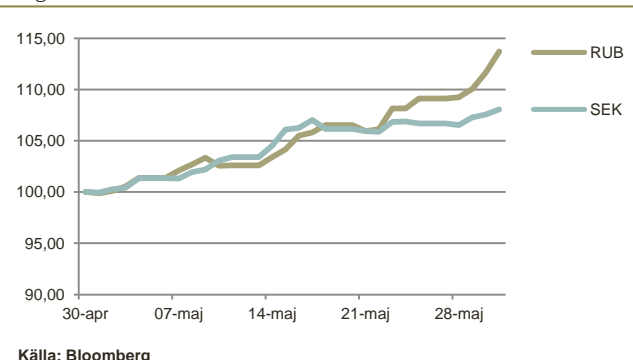
Den ryska marknaden mätt som MSCI Russia net (inklusive utdelningar) föll 12,9% (SEK) i maj jämfört med tillväxtmarknader (MSCI Emerging Market net) som föll 4,1%. Hittills i år har därmed Ryssland utvecklats sämre än tillväxtmarknader som helhet. Ryssland är ned 1,8% medan tillväxtmarknadsindex är upp 5,6%.

Diagram 3: Ryssland vs tillväxtmarknader (SEK)



Oljepriset (Brent) föll 15% under maj och var tillsammans med allmänt ökad riskaversion de enskilt viktigaste förklaringarna till Rysslands svaga utveckling. Oljesektorn är den överlägset största skattebetalaren i Ryssland samtidigt som oljeexporten finansierar den import Ryssland har inom konsument- och investeringsvaror. Det fallande oljepriset satte press på ryska rubeln som föll 14% mot dollarn under månaden. Med andra ord stod valutakursfallet för en stor del av marknadens nedgång i SEK då svenska kronan "endast" föll 8% mot dollarn. Oro för en fördjupad eurokris men även svagare makroekonomisk statistik från både USA och Kina har skapat nervositet på globala finansmarknader inklusive oljemarknaden för hur efterfrågan på olja kommer att utvecklas de närmaste månaderna. Detta samtidigt som oron för en iransk blockad i Persiska viken minskat.

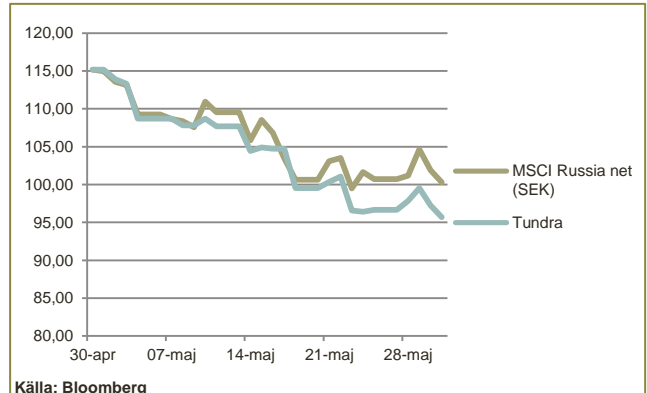
Diagram 4: Rubeln och svenska kronan mot USD



### Fonden

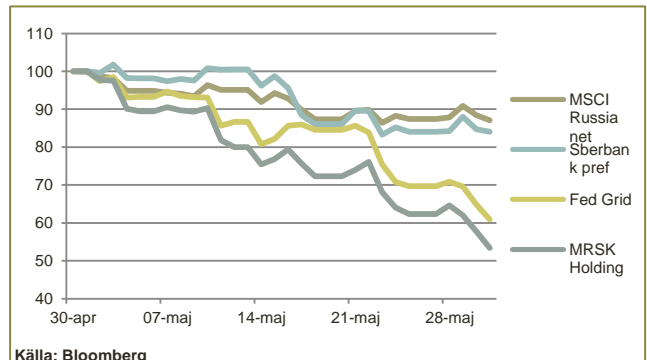
Tundra Rysslandsfond backade 16,9% (SEK) under maj månad, jämfört med marknaden som gick ned 12,9% under samma period. Under 2012 har Tundra Ryssland fallit 1,7% samtidigt som marknaden har fallit 1,9%.

Diagram 5: Fonden vs marknaden (SEK)



Under maj betalade vi priset av att vara en aktiv förvaltare. Att ta positioner som skiljer sig från index kan givetvis slå åt båda hållen. Maj månad var ett exempel på när det mesta kortsiktigt gick åt fel håll. För att långsiktigt generera högre avkastning måste vi dock fortsätta investera i bolag som har en rimlig värdering i förhållande till marknadens förväntningar snarare än baserat på om aktien finns i ett index eller dess popularitet bland majoriteten av investerare. De två viktigaste förklaringarna till att fonden utvecklades sämre än marknaden under maj var att vår största sektorövervikt var kraft som föll 29% under månaden samtidigt som vår största sektorundervikt olja och gas var en av de bästa sektorerna som "bara" föll 10%. Dessutom föll vårt största innehav Sberbank preferensaktie, (-16%). Vi skriver mer om detta längre ned i brevet.

Diagram 6: MRSK Holding, Federal Grid, Sberbank pref och marknaden (SEK)



## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Rysslandsfond

### Kommentarer enskilda större positioner

**Sberbank preferensaktie** ger en väsentligt bättre direktavkastning än stamaktien. För närvarande ger preferensaktien knappt 5% i direktavkastning och stamaktien mer modesta 2,5%. Omsättningen i preferensaktien är över 400 mkr per dag på MICEX börsen. Ledningen för Sberbank har vid ett flertal tillfällen sagt att preferensaktien kommer att försvinna på sikt. Frågan är mer när och på vilken kvot konvertering kommer att ske. Den senaste stora konverteringen skedde på 90% när RAO UES tog bort sina preferensaktier 2007. Om konvertering sker på 90% av stamaktiekursen så skulle vårt innehav omvärderas 30%. Poängen med preferensaktien var från början att ge anställda en högre direktavkastning. Men de flesta anställda har idag sålt sina aktier. Ledningen vill samla likviditeten i Sberbank i en enda aktie. Dessutom är det "dyrare" att betala nästan dubbelt så hög utdelning, särskilt när de anställda inte äger aktien längre. Vi tror vi på sikt kommer få väl betalt för vår position.

**Kraftsektorn** är ofta mer volatil än den ryska marknaden, både upp och ned. I många andra länder är det tvärtom. Kraft anses vara defensivt och rör sig mindre än marknaden som helhet. Men det finns ett generellt problem i den ryska kraftsektorn. Få bolag har någon signifikant utdelning. Vissa bolag har också stora investeringsbehov framför sig varför även utdelningspotentialen är begränsad. En hög utdelning, om den kan anses som uthållig, ger ett stöd för en aktie i orostider. Avsaknad av utdelning eller mycket låg sådan innebär att ryska kraftaktier idag saknar detta.

Denna månad var dock skillnaden i kursutveckling väsentligt större än normalt. Utöver ovan nämnda faktorer så skapade ryska myndigheter och regeringen extra osäkerhet i kraftsektorn under maj. Tarifferna för eldistribution höjs ej så mycket som tidigare förväntats. Nu höjs priserna ungefär 10% första juli medan förväntningarna i början av året var 15% höjning. Det är fortfarande en höjning klart över inflationen, men gjorde ändå marknaden nervös. För närvarande är inflationen under 4%, förväntningarna för helåret 2012 är omkring 6%. De lägre prishöjningarna har också skapat osäkerhet för framtiden. MRSK Holding och Federal Grid är två av de bolag som drabbades hårdast. Båda bolagen ingår i ryska RAB (regulated asset based model) vilket innebär att de ska få en viss reglerad avkastning på sina tillgångar. Tidigare har man sagt att Federal Grid ska få 10% och MRSK 11% avkastning på sina tillgångar. Med en viss belåning, och givet att

man kan låna under dessa nivåer, så kan man få ytterligare lite högre avkastning än 10% respektive 11% på eget kapital. Men frågan är hur snabbt bolagen ska få denna marknadsmässiga avkastning på sina tillgångar. Planen har tidigare varit att den nivån skulle nås 2015. Risken är att myndigheter i och med att tarifferna har höjts lägre än väntat har flyttat fram det datum då bolagen ska få en marknadsmässig avkastning på sina tillgångar eller så har myndigheterna justerat ned värdet på tillgångarna. Ännu så länge har inte federala tariffmyndigheten offentliggjort exakt på vilka grunder de kunde motivera lägre tariffhöjningar. Osäkerheten har gjort att marknad befarar det värsta och båda aktierna har fallit kraftigt. Dessutom har det kommit uppgifter om att Federal Grid ska ta över ledningen i MRSK Holding eller kanske till och med att de båda bolagen ska slås samman. Detta har ökat osäkerheten ytterligare. Och även här befarar man det värsta.

Vi har gjort en del egna efterforskningar och vi har bland annat träffat Federal Grid nyligen. Sannolikt är det en kombination av faktorerna ovan som orsakat kursfallet. I Federal Grids fall har inte bolaget fått tillgodogöra sig alla investeringar för 2010 och 2011 i sin tillgångsmassa för tariffberäkning. Myndigheter hävdar att bara de investeringar som är operativa får räknas in i tillgångarna. Eftersom bolaget har haft stora investeringar under dessa två år och kommer att ha relativt stora investeringar de kommande åren slår detta negativt på nuvärdet av framtida kassaflöden och således på värderingen av bolaget. Som en reaktion på detta har bolaget i sin tur dragit ned sina investeringar för de kommande 3 åren. Vi bedömer att den negativa nettoeffekten av dessa två faktorer slår ungefär 10% på nuvärdet hos Federal Grid. Men sannolikt har myndigheterna skjutit fram det datum som bolagen når sin marknadsmässiga avkastning också.

I tillägg har det kommit motstridiga uppgifter kring privatiseringarna i sektorn. Planerna tidigare har varit att sälja ut några procent i Federal Grid och Rushydro, världens största noterade vattenkraftsbolag. Dessutom har det tidigare planerats att ett eller ett par av dotterbolagen i MRSK Holding ska privatiseras under året. Privatiseringarna är en nyckel i omvärderingen av sektorn. Staten kommer inte kunna sälja sina aktier på en rimlig nivå om inte osäkerheten minskas. Så själva privatiseringsprocessen, förutsatt att den kommer igång, kommer minska osäkerheten.

## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Rysslandsfond

Intresserade köpare till MRSKs dotterbolag lär vara bland andra franska EDF, men även det ryska investment bolaget Sistema (som vi även äger i fonden). De strategiska investerarna ser mycket stora effektivitetsmöjligheter i eldistributionsbolagen så snart de kan ta över driften i dem. I fallet MRSK Holding är privatiseringarna sannolikt mer viktiga än den exakta procentsatsen som tarifferna höjs då de potentiella effektivitetsvinsterna är betydande. Inom eldistribution rankas Ryssland särskilt lågt i en internationell jämförelse. Att bli uppkopplad till ryska elnätet tar i genomsnitt 281 dagar (OECD genomsnitt 103 dagar). Här rankas Ryssland som land 183 av 183 möjliga. Så privatiseringarna handlar om att driva bolagen mer effektivt, något som privata aktörer som investerar pengar i bolagen kommer ha tydliga incitament att göra. Korruptionen har varit omfattande inom eldistribution, vilket t ex IKEA påpekat vid ett flertal tillfällen.

Det finns som vi nämnt flera osäkra frågor kring MRSK Holding och Federal Grid. Samtidigt så är värderingen mycket låg med mellan 40-50% av sitt reglerade tillgångsvärde. I fungerande mogna marknader värderas denna typ av bolag till en premie relativt sina reglerade tillgångsvärden. Detta eftersom bolagen kan nå en högre avkastning via belåning då verksamheten både i pris och volym är mycket stabil. Rabatten mot RAB visar på vilken uppsida som finns när osäkerheten minskar.

Redan när dessa nyheter kom var vår bedömning att bolagen var billiga. Sedan dess har aktierna fallit kraftigt i maj. Så även om vissa nyheter faktiskt haft en fundamentalt negativ effekt på nuvärdena i bolagen så har aktiemarknaden tagit ordentlig höjd för nyhetsflödet i maj. För att bolagen ska omvärderas från nuvarande nivåer behöver osäkerheten minska. Det innebär att regeringen behöver bli tydligare med hur avkastningen kommer att se ut de närmaste åren samt när privatiseringarna skall genomföras.

Förutom dessa nyheter i kraftsektorn så annonserade Gazprom en stor nyemission i ODK2 (antalet aktier ökar med nästan 200%, kursen är ännu ej offentliggjord). Vi äger inga aktier i bolaget men vi äger Mosenergo och TGK1 där Gazprom också är majoritetsägare. Kurserna i både Mosenergo och TGK1 föll kraftigt. ODK2 har mycket hög belåning och stora investeringar framför sig. Både Mosenergo och TGK1 har haft stora investeringar som når sin kulmen under detta år.

Båda bolagen har mycket starka kassaflöden vilket innebär att de inte behöver göra någon nyemission. Dessutom finns i båda bolagen två andra stora aktieägare som kan blockera Gazprom. I TGK1 äger Fortum 25,7% och i Mosenergo äger Moskva stad 26,4%.

### Rabatten på lokala aktier ökade i maj

Under maj utvecklades generellt lokalt noterade aktier sämre än samma bolag noterade i London eller USA. Vi tror dock att dessa lokala "rabatter" kommer att försvinna på sikt. Vi har under de senaste två veckorna träffat representanter för Moscow Exchange, den nya sammanslagna börserna i Ryssland, och CSD (Rysslands blivande VPC (värdepapperscentralen)). Börsen berättade bland annat att de med början i november kommer att introducera handel i ryska aktier med T+3. D v s samma standard som internationellt där man köper eller säljer aktier och får betala eller får betalt efter 3 dagar och där utväxling av aktier mot likvid clearas av börserna. För närvarande tillämpar Micexbörserna T+0 i vilket har gjort det svårt för många utlänningar att investera i den lokala marknaden då såväl pengar som aktier måste finnas på särskilda konton redan när affären genomförs.

Att vi äntligen får ett centralt värdepappersregister i Ryssland är en mycket god nyhet. De har blivit godkända av Centralbanken och lämnar in sin ansökan i juli. För närvarande tror de att registret kommer igång 1a april nästa år. Ett VPC i Ryssland innebär att utlänningar på ett mycket säkrare sätt kan köpa och äga ryska aktier. Detta innebär att t o m amerikanska hårt reglerade "on shore" fonder kan köpa lokala ryska aktier. Förutom att rabatterna på lokala aktier sannolikt kommer minska eller försvinna på ett års sikt så kommer dessa två nya institutioner, en sammanslagna börs och ett centralregister, innebära en förbättrad likviditet i Ryssland som kommer att gynna många små och medelstora bolag.

### Varför är ryska aktier så billiga?

Många förvaltare och analytiker nämner ofta som argument att ryska marknaden är billig, att den är lågt värderad. Objektivt så stämmer detta. Diagram 7 visar rabatten på P/e talet i Ryssland jämfört med tillväxtmarknader som genomsnitt. Det finns många förklaringar till att det finns en rabatt överhuvudtaget. Flera faktorer är välkända. Ryssland har en mycket stor övervikt mot olje- och gassektorn. Dessa bolag värderas lågt i hela världen. Ryssland är ett av världens mest korruperade länder.

## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Rysslandsfond

I internationella undersökningar så kommer Ryssland alltid långt efter de andra stora tillväxtmarknaderna i ranking på att göra affärer eller andra mått avseende korruptionsnivå. Vidare är utdelningsandelen låg i Ryssland. Andelen av nettovinsten som delas ut är ungefär hälften så hög som genomsnittet på andra tillväxtmarknader. Med en större utdelning av nettovinsterna i Ryssland skulle marknaden sannolikt värderas högre än idag.

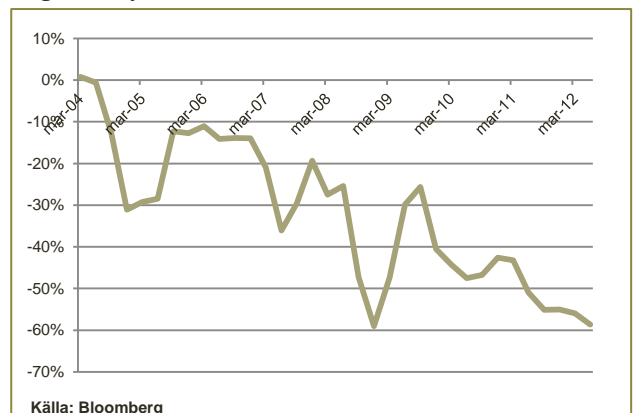
Det finns en faktor som det talas mindre om men som är mycket viktig - avsaknad av lokala investerare. De ryska pensionsfonderna statliga och privata har mindre än 1% av sina tillgångar i ryska aktier. Som jämförelse kan svenska pensionsfonder i de flesta fall ha mellan 10-20% av sina tillgångar i svenska aktier. Försäkringsbolag i Ryssland har ingen exponering mot den ryska aktiemarknaden. Dessutom är aktiefondsparande i Ryssland nästan obefintligt även om det finns fonder. Sparandet i Ryssland sker normalt i lägenheter/fastigheter eller på fasträntekonton och inte i aktier eller aktiefonder. Vi träffade nyligen den ryska börsen som berättade att endast drygt 1% av ryssarna är aktiva på den lokala aktiemarknaden. Avsaknaden av lokala investerare påverkar sannolikt hur marknaden värderas, men innebär också att marknaden blir mer lätttröglig vid kriser så som den vi upplever just nu. Vi kan jämföra Ryssland med Polen. Den polska marknaden har ungefär dubbelt så högt P/e-tal som Ryssland, men högre direktavkastning. Det visar på vikten av att dela ut en större del av vinsterna i Ryssland för att få en högre värdering på börsen. I Polen är vidare de lokala pensionsfonderna betydande aktieägare. Att ha en lokal aktieägarbas minskar även riskerna för dålig bolagsstyrning (corporate governance). Detta är en för aktiemarknaden oerhört viktig strukturell utveckling som vi hittills inte sett i Ryssland.

En fråga som är besläktad till avsaknad av lokala investerare är kapitalflykt. Centralbankens ordförande tillkännagav nyligen att kapitalutflödet var USD 46,5 mdr under de första fem månaderna 2012. Det är ett häpnadsväckande stort tal. Det motsvarar nästan hälften av Gazproms totala börsvärde som försvinner ut ur landet på fem månader eller 10% av valutaserven. Utflödestakten minskar just nu något. Efter 3 månader hade redan USD 35 mdr lämnat landet. Under 2011 var kapitalflykten USD 80,5 mdr. Även om kapitalflykten är något överskattad (den inkluderar när ryska bolag betalar tillbaka lån i utlandet, när ryska dotterbolag lånar i utländsk valuta, när ryska bolag köper tillgångar i utlandet och vinster i utländska dotterbolag som stannar i utlandet) så är siffran mycket hög.

Den visar å andra sidan också potentialen i Ryssland den dag den egna affärseliten tror på äganderätt och återinvesterar sina vinster i landet hellre än köper fastigheter i London och andra platser.

När det gäller värdering, ser Ryssland billigt ut efter den aggressiva nedgången i maj. Med de kända faktorer som nämns ovan så är mycket prissatt i dagens värderingar. Den ryska marknaden handlas för närvarande på P/e 4,5, vilket kan jämföras med genomsnittet för tillväxtmarknader, som är handel på P/e 10,9 ggr. Nuvarande rabatt på nästan 60% är större än den 50% rabatt vi registrerade i slutet av april och kan jämföras med 65% rabatt i oktober 2008 vid botten av finanskrisen. Kina handlas för närvarande till P/E strax under 9, Brasilien strax över 9 och Indien handlas som jämförelse på knappt 13 gånger nästa års resultat.

Diagram 7: Rysslands rabatt vs tillväxtmarknader (P/E)



Det finns även ett annat sätt att se på värdering. Vi kan jämföra vad en ränteprecision ger och vad direktavkastningen är. I Ryssland är för första gången någonsin direktavkastningen på ryska marknaden högre än den längsta 30-åriga obligationen i Ryssland.

### Politik

Vladimir Putins återinvigning som president ägde rum den 7 maj. Så fort presidenteden var insvuren spillde han ingen tid att avslöja sitt program av åtgärder för den nya mandatperioden. Detta program sammanfattas av 11 dekret som undertecknades av Putin den 7 maj, endast 3-5 timmar efter invigningen. I allmänhet upprepas målen från Putins valmanifest. Dock innehåller programmet en mycket konkret färdplan för framtida reformer med tydlig tidslinje. Det är en mycket ambitiös uppsättning handlingar som väcker tvivel över möjligheterna att nå alla dessa mål inom en relativt kort tidsperiod.

## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Rysslandsfond

Den 21 maj signerade president Vladimir Putin förordningar om den nya strukturen för den ryska regeringen och utnämningar till premiärminister Dmitrij Medvedevs kansli. Det var mycket få överraskningar, som väcker frågan om varför det tog så lång tid för denna tandem att komma med vad som verkar vara en ganska rak och enkel uppsättning. Enligt många analytikere och politiska bedömarens uppfattning har den nya regeringen inrättats som en ren "teknokratstruktur". Dess främsta uppgift blir att genomföra beslut som tas fram i Kreml. I själva verket har Putins första presidentdekret redan satt den politiska dagordningen för den nya regeringen (enligt ovan). I detta nya politiska system kommer det att vara Kreml och presidentens administration - inte regeringen - som kommer att bli centrum för framtida beslut.

Därefter den 22 maj utsåg president Putin nyckelpersoner till sin nya administration. Det faktum att många av dessa människor har varit ministrar i Putins regering innebär att ett politiskt status quo har bevarats. Presidentens administration kommer att definiera strategin och de viktigaste målen för Rysslands politik och det är inte troligt att dessa ändras så mycket från vad vi redan känner till. Kabinettet kommer att ansvara för genomförandet av dessa planer, därav dess övervägande tekniska natur.

### Ekonomisk statistik

När det gäller den makroekonomiska situationen i Ryssland levererade Rosstat en positiv överraskning när de redovisade sin första utvärdering av BNP-tillväxten under första kvartalet 2012. Tillväxten på 4,9% var drivet av högre råoljepriser samt starkare inhemsk efterfrågan. Enligt Rosstat ökade de fasta investeringarna med 11,2% på årsbasis under första kvartalet 2012, detaljhandeln ökade med 7,5% och reallönerna ökade med 11,7%. Samtidigt fanns dämpande delar av ekonomin som industriell tillverkning med 4% ökning på årsbasis (4,7% på årsbasis i 2011) och jordbruksproduktion, även det upp 4% på årsbasis (22,1% på årsbasis under 2011). Byggsektorn var kvar på 5,2% på årsbasis (5,1% på årsbasis under 2011).

Statistik för april månad har visat en mer blandad bild av utvecklingen i den ryska ekonomin. En positiv utveckling sågs i investeringar, sysselsättning och jordbruksområdet, men samtidigt började konsumenternas efterfrågan visa tydliga tecken på avmattning där områdena transport och bygg uppvisade negativa trender som var svåra att ignorera.

Oljeprisets fall bör ha haft en negativ effekt på ryska ekonomin under maj, men ännu så länge är den statistik som kommer in relativt stark. Försäljningen av bilar och lätta lastbilar ökade 11% t o m april jämfört med samma period förra året.

### Efter månads slut – Nyheter kring privatiseringar och VEB vill stödköpa aktier

Efter maj månads slut har oljepriset stigit några procent och i och med det har även rubeln stärkts 3% mot kronan, vilket fått den ryska marknaden att stiga. Det har kommit två intressanta nyheter. Privatiseringarna står fast enligt de senaste uttalandena från den nya ryska regeringen. Finansministeriet talar nu om privatiseringar på minst Rb 300 mdr (drygt SEK 60 mdr) före årets slut. Hälften av detta är försäljning av 7,6% i Sberbank, men beloppet innebär en handfull ytterligare privatiseringar redan i år. Totalt innehåller listan för privatiseringar för de närmaste 3 åren följande bolag: Sovkomflot, United Grain, Alrosa, Rusnano, Arkhangelsk Trawling Fleet, Murmansk Commercial Sea Port, Sibir Airlines, SG-Trans, Vanino Commercial Sea Port, Apatit, TGK-5, Zarubezhneft, RusHydro, Inter RAO, Transneft, Federal Grid, Rosneft, Russian Railways, Uralvagonzavod, United Shipbuilding Corporation, United Aircraft Corporation, VTB Bank, Rosselkhozbank, Rosagroleasing och Sheremetyevo Airport. Många energi- och kraftbolag men även flera från transportsektorn.

Den statliga banken VEB har ansökt om tillstånd att köpa (stödköpa) aktier i marknaden. VEB gjorde det i slutet av 2008 och början av 2009. Om de får tillstånd vore det mycket positivt för att stabilisera marknaden i denna tid av oro och brist på lokala investerare i övrigt. Under 2008/09 köpte VEB betydande belopp i ett par av de största ryska bolagen. VEB köpte då följande andelar i de största ryska bolagen: Gazprom 2,0%, Norilsk Nickel 3,5%, Sberbank 3,1%, Lukoil 2,2% och Rosneft 1,5%. VEB väntar fortfarande på tillstånd från regeringen att köpa aktier. Det kan nog delvis ses som en varning mot investerare som valt att ta korta positioner. Effekterna senaste gången stödköp genomfördes var tydligt positiva för marknaden.

## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Rysslandsfond

Tabell 1: 10 största innehav Tundra Rysslandsfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån (USD)
				FY2011A	FY2012E		
Sberbank pref	9,0%	55271	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	4,7	4,7	4,6%	-22,2%
Gazprom ADR	6,6%	103749	Rysslands (och världens) största gasbolag	3,9	3,8	3,4%	-23,4%
Lukoil ADR	6,0%	44144	Rysslands största privatägda oljebolag	4,3	4,3	3,9%	-15,2%
Novatek GDR	4,9%	28845	Rysslands största privatägda gasproducent	21,7	17,7	2,2%	-28,3%
Sistema (lokal aktie)	4,9%	6929	Rysslands "Investor" eller "Kinnevik". Stor ägare i bl a MTS.	8,9	6,6	1,1%	-15,8%
MTS	4,9%	13953	Rysslands största mobilteleoperatör	9,5	5,0	6,3%	-14,6%
IBS	4,4%	392	Rysslands största IT-bolag	14,8	14,9	0,8%	1,5%
Nomos Bank GDR	4,4%	2046	En av Rysslands ledande privatägda banker	8,7	6,2	0,0%	-17,4%
LSR Group (lokal aktie)	3,6%	1710	Vertikalt integrerat byggbolag med fokus på billigare lägenheter	25,3	9,4	3,4%	-28,0%
Eurasia Drilling	3,6%	3649	Ett av Rysslands ledande oljeriggföretag	13,1	11,5	2,0%	-11,7%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

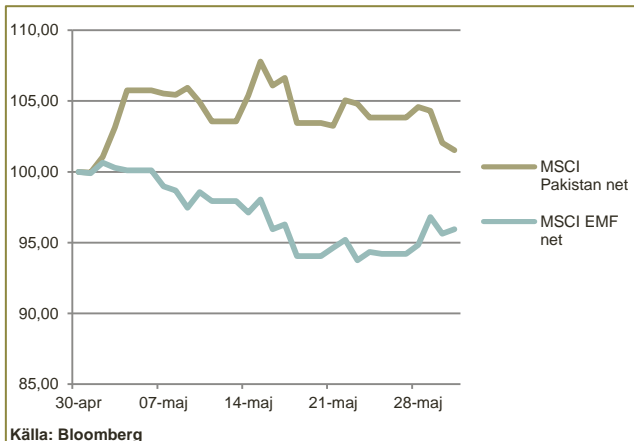


## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Pakistanfond

### Marknaden

MSCI Pakistan net (SEK) steg under månaden 1,5% jämfört med MSCI EMF net som föll 4,1%.

Diagram 8: Marknaden vs tillväxtmarknader (SEK)



Källa: Bloomberg

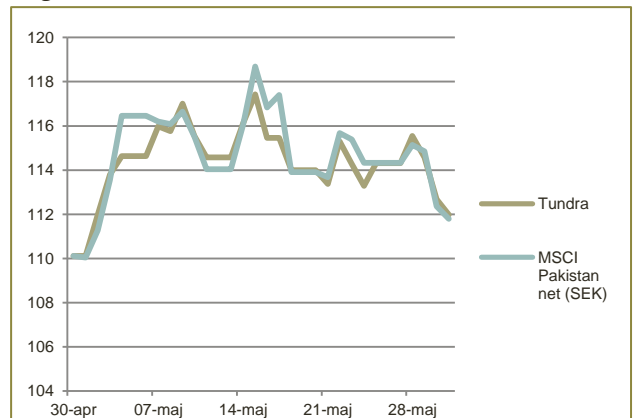
Utvecklingen räddades dock denna månaden av att rupeen stärktes 4,9% mot svenska kronan då Karachibörsen föll 3,2% i lokal valuta. Tilltagande nervositet kring den uteblivna överenskommelsen mellan NATO och Pakistan samt adderad spänning mellan USA och Pakistan efter att den pakistanska läkare som hjälpte amerikanska underrättelsetjänsten spåra Osama Bin Laden dömts till 30 års fängelse innebar vinsthemtagningar mot slutet av perioden. Utlänningar var nettoköpare med närmare USD 39 miljoner, jämfört med USD 22 miljoner i april, men mot slutet av månaden förbyttes inflöden mot utflöden, något som fortsatt under juni månad. I det korta perspektivet är fokus på de fortsatta förhandlingarna med NATO som tagit oväntat lång tid. Under månaden försvagades rupeen med knappt 4% mot USD. Förvisso betydligt bättre än t ex svenska kronan (-8%) och månadens stora förlorare rubeln (-14%). Givet fortsatt uteblivna resultat i förhandlingarna med NATO noterar vi dock en ökande oro kring rupees utveckling givet Pakistans känslighet i betalningsbalansen. Detta månadsbrev innehåller en rekapitulerings av såväl det långsiktiga investeringscasen som de risker vi anser investerare bör vara medvetna om framöver med ett särskilt fokus på Pakistans betalningsbalans.

### Fonden

Fonden steg 1,7%, jämfört med marknaden som steg 1,5% under månaden. Vi byter i vår rapportering jämförelseindex till MSCI Pakistan net (återinvesterade utdelningar) som är ett mer brett använt index internationellt. Detta sker för att underlätta jämförelseutveckling med troliga framtida konkurrenter

som sannolikt kommer utgöras av börsnoterade indexfonder. Som alla aktivt förvaltade fonder måste fonden långsiktigt visa en högre avkastning efter avgifter än passivt förvaltade fonder för att ha ett existensberättigande.

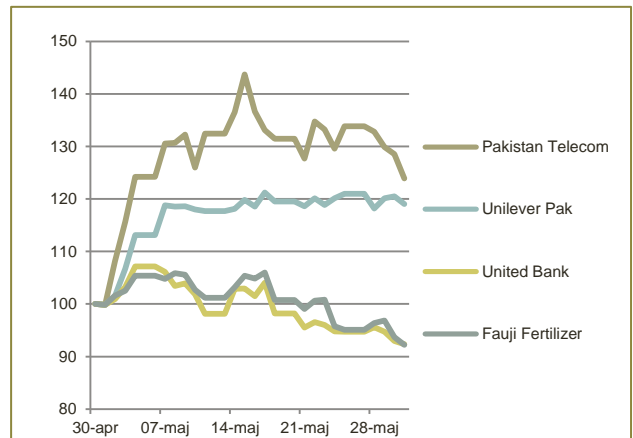
Diagram 9: Fonden vs marknaden



Källa: Bloomberg

Bästa innehav under månaden (SEK) var Pakistan Telecom (se månadsbrev februari) +23,9% och Unilever Pakistan +19%. Sämsta innehav var Fauji Fertilizer -7,9% och United Bank -7,7%.

Diagram 10: Bäst och sämst under maj (SEK)



Källa: Bloomberg

Under maj månad hade fonden mycket stora inflöden vilket innebar en del ommöbleringar i portföljen. Vi valde att öka vår positionering i den mest likvida sektorn, gödselbolagen. Sektorn är en av 2012 års sämre och värderingarna är nu mer attraktiva (se föregående månadsbrev). Vi minskade tillfälligt vår vikt i finansiella sektorn efter dess mycket starka utveckling hittills 2012 och givet något sämre likviditet.

## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Pakistanfond

Tabell 2: 10 största innehav Tundra Pakistanfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån (USD)
				FY2011A	FY2012E		
National Bank of Pakistan	8,5%	890	Pakistans näst största bank (Habib Bank gick nyligen förbi mätt i totala tillgångar) men fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning.	4,9	4,6	14,8%	-2,8%
Fauji Fertilizer	8,4%	1461	Pakistans ledande gödselbolag, primärt produktion av urea	6,4	6,3	11,0%	-14,7%
Fauji Fert. Bin Qasim	5,6%	398	Ett av Pakistans största gödselbolag, majoritetsägt av Fauji Fertilizer	3,7	6,1	23,6%	-11,0%
OGDC	5,1%	7229	Pakistans största olja och gasbolag	10,2	7,6	4,3%	-8,4%
Engro Corp	4,1%	587	Största noterade industrikonglomerat. Stora inom gödsel men äger även 90% av Engro Foods	6,8	6,0	4,5%	7,6%
Pakistan Petroleum	4,1%	2721	Pakistans näst största olja- och gasbolag	7,6	6,3	6,1%	-0,9%
Pakistan Oilfields	4,0%	929	Ett av Pakistans största olja- och gasbolag	8,0	6,6	11,4%	-7,6%
Lucky Cement	4,0%	436	Pakistans största cementbolag	10,7	6,3	3,2%	-5,9%
Nishat Mills	3,9%	186	Pakistans största textilproducent, stor aktieportfölj värd motsvarande börsvärdet	1,9	4,7	6,4%	-8,9%
Hub Power	3,7%	494	Pakistans största kraftbolag, närmare 80% freefloat	8,2	6,9	15,5%	5,2%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Pakistan – En rekapitulering av möjligheter och risker

När Tundra lanserade Pakistanfonden hösten 2011 höll vi under flera månaders tid regelbundna informationsträffar där vi i detalj gick igenom möjligheter och risker. Fram till årsskiftet hade få investerare investerat i fonden och få investerare hade således intresse av att delta vid dessa. Givet fondens utveckling under 2012 har investerares och därmed medias intresse för fonden och Pakistan ökat. Vi vill därför utnyttja detta tillfälle att rekapitulera vad vi på Tundra anser är anledningen till att vi långsiktigt tror på Pakistan. Vi presenterar samtidigt de risker vi anser är de viktigaste i närtid med att investera i landet.

### Möjligheter

Pakistans långsiktiga förutsättningar att utgöra en del av en långsiktig investeringsportfölj har vi talat om. Världens sjätte största land, BNP/invånare USD 1200 och en väl fungerande finansiell infrastruktur. Bolagen är välskötta och drivs av kompetenta och välutbildade företagsledningar vana att arbeta under de svåraste förutsättningarna. Pakistan är unikt i världen i den mån att det är en ekonomi som utgår från en mycket låg bas men där det ändå är möjligt att bygga en diversifierad portfölj av aktier med god likviditet för att ta del av utvecklingen. Aktiemarknaden är idag en av världens billigaste aktiemarknader med en genomsnittlig P/E-värdering på 7 gånger och en direktavkastning på omkring 8%. Pakistan är idag unikt bland s k gränsmarknader och en jämförelse med andra, mer riskabla s k gränsmarknader så som t.ex Ukraina, blir lätt missvisande. Den ukrainska börsen har under 2012 omsatt omkring USD 4 miljarder dagligen med mycket stora spreadar. Det finns en handfull investeringsbara bolag men dessa är noterade i London. I Pakistan omsätts för närvarande USD 60-100 miljarder om dagen och under toppåren 2007-08 omsattes mer än USD 500 miljarder dagligen. Pakistan är långt före de flesta gränsmarknader i termer av finansiell infrastruktur.

Den viktigaste anledningen till att aktiemarknaden idag är så lågt värderad är det säkerhetspolitiska läget. Denna faktor innebär att flertalet utlänningar inte vågar besöka landet, än mindre investera på dess aktiemarknad. Om de ens känner till aktiemarknaden. Vi tror att det säkerhetspolitiska läget gradvis kommer förbättras efter USAs planerade utträde ur Afghanistan 2014. Detta tror vi kommer innebära att Pakistan med

tiden kommer uppfattas som en mer normal aktiemarknad. Den pågående processen där Pakistan och Indien gradvis närmar sig varandra (se föregående månadsbrev) kan skynda på denna processen. Det kommande parlamentsvalet (senast februari/mars 2013) ser ut att bli det första ostörda demokratiska överlämnandet av makten Pakistan har upplevt.

Utöver de säkerhetspolitiska aspekterna är landets elbrist (omkring 7000 MW, motsvarande ett investeringsbehov på USD 7-10 mdr) den största utmaningen. Enligt Asian Development Bank är detta något som sänker den årliga tillväxten med omkring 2%. Det är den viktigaste utmaningen för att landet återigen ska nå upp till tillväxttalen från början av 2000-talet på 6-9% årligen. En kombination av koleldade kraftverk, utbyggnad av vattenkraft och ökad access till naturgas från närliggande länder är åtgärder som har möjlighet att åtgärda detta problem inom en tioårsperiod.

Vårt avslutande argument är mycket krasst. Att så många känner till de negativa delarna av Pakistan, i de flesta fall utan att ha varit där, indikerar för oss en god möjlighet. Historiskt, oavsett tidpunkt och oavsett marknad, innebär enbart detta att sannolikheten till att långsiktigt tjäna pengar är god.

### Risker

En genomgång av riskerna för Pakistan, på samma sätt som alla andra gränsmarknader, är ett gott underlag för en bok snarare än en sammanfattning likt denna. I västerländsk media handlar av förställiga skäl mycket om internationell politik. Det blir en blandning av verkliga risker och ibland fördomar. Vi väljer att i detta avsnitt fokusera på ekonomiska risker, ett avsnitt som sällan återfinns i mediareporterna. Tillika försöker vi också avgränsa oss till risker, snarare än problem, då syftet är att försöka se vad som kan tänkas förändras snarare än repetera var vi idag befinner oss. Vi vill dock addera ett par specifika punkter till den internationella agendan som kan vara värt att hålla ögonen på.

- Den försämrade relationen med USA skulle kunna innebära att USA åter spelar ut Indien mot Pakistan i den känsliga Afghanistanfrågan, på samma sätt pakistanierna upplevde var fallet när Norra Alliansen tog makten från talibanerna i början på 2000-talet. Detta skulle kunna allvarligt störa det positiva momentum vi nu ser i relationen mellan Pakistan och Indien.

## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Pakistanfond

- Pakistan fortsätter diskussionerna med Iran om såväl en gaspipeline mellan länderna som import av el. Till skillnad från mäktigare länder som Indien och Kina har man inte möjlighet att åtnjuta USAs selektiva undantagsregel här trots en akut gasbrist. Om man (mot förmodan) fullföljer finns det en risk för framtida sanktioner mot landet.

Med grundtesen att det internationellt finns en gemensam politisk vilja till stabilitet i regionen blir dock realiseringen av de politiska riskerna i våra ögon mindre sannolika. USA och Pakistan behöver varandra och därmed en fungerande relation.

### Ekonomiska risker förtjänar större utrymme än idag

Det vi på Tundra ser som den största risken mot aktiemarknaden de kommande åren är Pakistans känsliga ekonomi och de konsekvenser detta potentiellt kan få på t ex valutan.

Pakistan är en liten ekonomi. Omkring USD 200 mdr i nominell bruttonationalprodukt. Sveriges ekonomi är i jämförelse närmare tre gånger större samtidigt som Pakistan har 20 gånger fler invånare och 12 gånger fler förvärvsarbete. De svenska budgetintäkterna på USD 293 mdr för 2011 kan jämföras med Pakistans motsvarande budgetintäkter på USD 26 mdr. Pakistan är ett stort land som i nuläget måste dras runt med små medel. Samtidigt kräver en gödselafabrik eller ett elverk lika mycket energi som i Sverige och priset är ungefär detsamma oavsett om fabriken ligger i Pakistan eller i Sverige. Det finns två parametrar som vi följer särskilt noga och som vi tror kommer få avgörande betydelse för aktiemarknadens utveckling de kommande åren: Budgetbalansen och betalningsbalansen.

### Budgetbalansen behöver förbättras

Pakistan har i nuläget ett budgetunderskott på omkring 7% årligen (se tabell 4 på sid 16). Primärt är detta ett intäktspåslag. Pakistans ekonomi är 1/3 av den svenska ekonomin men dess budgetintäkter är mindre än 1/10. Detta beror på ett alltför lågt skatteintag. Skatteintäkter utgör omkring 9% av BNP, endast marginellt högre som andel än Afghanistan. Målsättningen är att inom en femårsperiod nå upp till minst Indiens nivå (15%). Arbetet handlar framförallt om att bredda skattebasen. Företagen är i ett internationellt perspektiv relativt hårt beskattade med 35% vinstskatt men endast

2% av befolkningen betalar inkomstskatt trots att över 30% förvärvsarbetar. Jordbrukssektorn är idag inte beskattad överhuvudtaget. Konkreta åtgärder vidtas. Alltifrån försök till större skattereformer till punktåtgärder som att t ex korsreferera register för privatskolor i Karachi mot föräldrarnas inkomstdeklarationer, uppförande av ett nationellt kreditregister är redan genomfört, registrering i eget namn för alla VP-transaktioner etc. På utgiftssidan betalar idag Pakistan stora subventioner. Fiskala året 2012 beräknas att omkring 3% av BNP, nästan hälften av budgetunderskottet, går till olika former av subventioner. Primärt är dessa riktade mot den fattiga delen av befolkningen, t ex stöd för betalning av elräkningar, vilket gör att det är politiskt känsligt att eliminera dem. Gradvis minskas dessa och planen är att ersätta dessa med mer riktad socialt stöd. Det är dock en process som kommer ta tid. Pakistans skuldsättning på 60% av BNP är inte låg, men dock inget akut problem i våra ögon. Omkring hälften av skulderna utgörs av lån från olika internationella organisationer (IMF, Parisklubben etc) där återbetalningsvillkor är möjliga att diskutera. Långsiktigt måste Pakistans budget balanseras men givet bakgrunden till underskottet och de åtgärder som vidtas ser vi det som ett mer långsiktigt problem än betalningsbalansen.

### ...men betalningsbalansen ett mer omedelbart hot

Det vi är mer bekymrade över är istället landets svaga betalningsbalans i kombination med en relativt liten valutareserv. Pakistan kommer under ett antal år framöver vara delvis i händerna på utländska investerare och bidragsgivare.

I betalningsbalansen mäts totalt in- respektive utflöde av pengar i ett lands ekonomi. Exportintäkter ger t ex ett positivt bidrag, importutgifter ett negativt. Utländska direktinvesteringar och utländskt bistånd ger ett positivt bidrag osv. Om vi börjar titta på handelsbalansen har den ett underskott p g a framförallt ett stort importbehov av olja (80% av all konsumerad olja, eller 12 miljoner fat). Ett starkare oljepris är således negativt för Pakistan och ett fallande oljepris positivt. För 2012 är importnotan omkring USD 15 mdr. Värt att notera är att militärt stöd från USA (inget budgeterat för 2012 eller 2013 p g a nuvarande konflikt) normalt återfinns som export av tjänster. För 2011 innebar detta omkring USD 1,3 mdr. På rad 16 finner vi en relativt unik komponent som utgörs av s k "remitteringar".

## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Pakistanfond

Detta är de pengar från de 7 miljoner pakistanier som bor utomlands årligen skickar hem – i nuläget omkring USD 13 mdr, dvs inte mycket mindre än landets oljeimport. Remitteringarna har ökat stadigt varje år de senaste tio åren men är fortfarande inte tillräckligt stora för att kompensera för nettoimporten. Rad 17 utgörs av valutakonton som kontrolleras av Pakistanier bosatta i Pakistan. Under perioder när man förväntar sig valutaförsvagning tenderar denna posten att hamna i negativt territorium, dvs de köper utländsk valuta och säljer rupees. Rad 18 och 19 är olika former av bistånd som ej är hänförliga till militärt stöd. T ex välgörenhet till diverse stiftelser, skolor etc. Den övervägande delen av detta (rad 18) är faktiskt privata bistånd, dvs bistånd som ej ges av stater (t ex del av riksdagens biståndsbudget etc). Dessa ska i teorin vara opåverkade av relationen med olika länders regeringar. Under bytesbalansen återfinns vi poster härliga till samarbetet med IMF - tidigare erhållande av lån och i nuläget återbetalning av lån till IMF etc. I och med att Pakistan sade upp överenskommelsen med IMF under 2011 sätts en återbetalningsplan per automatik igång.

För 2012 kommer Pakistan betala tillbaka omkring USD 1,2 mdr. Detta ökar sedermera till USD 3-3,5 mdr för 2013 och 2014.

### ...vilket kan skapa press på valutareserven

Pakistan har sagt att man ej kommer trycka nya pengar utan att den negativa betalningsbalansen kommer finansieras genom valutareserven. I slutet av maj var valutareserven nere på omkring USD 16 mdr. Med nuvarande återbetalningsplan till IMF och givet nuvarande prognoser kring utländska direktinvesteringar och olika former av stöd och bistånd kommer Pakistans valutareserv vid slutet av fiskala året (1/7-30/6) 2013 närma sig USD 8 mdr. Detta är i våra ögon en för låg nivå givet återbetalningar till IMF om 3-3,5 mdr under 2014 och farligt nära de nivåer där den senaste finansiella krisen 2008 satte igång. Pakistan behöver inom en relativt snar framtid visa på en trovärdig lösning på hur man finansierar de närmaste årens sannolika underskott i betalningsbalansen. I annat fall riskerar man en tilltagande diskussion om riskerna för framförallt valutan.

Tabell 3: Pakistans betalningsbalans

Rad	USD mdr	FY09A	FY10A	FY11A	FY12A	FY13A
1	Export av varor	19,1	19,7	25,4	24,6	25,8
2	Import av varor	31,7	31,2	35,9	38,5	42,0
3	<b>Handelsbalans</b>	<b>-12,6</b>	<b>-11,5</b>	<b>-10,5</b>	<b>-13,9</b>	<b>-16,2</b>
4	Export av tjänster	4,1	5,2	5,8	4,8	5,0
5	Import av tjänster	7,5	6,9	7,7	8,5	9,0
6	<b>Varu och tjänstebalans</b>	<b>-16,0</b>	<b>-13,2</b>	<b>-12,5</b>	<b>-17,6</b>	<b>-20,1</b>
7						
8						
9	Faktorinkomster (SBP def)	0,9	0,6	0,7	0,5	1,0
10	Faktorutgifter (SBP def)	5,3	3,8	3,7	4,0	3,9
11	Varav räntebetalningar	1,9	1,5	1,5	n.a.	n.a.
12	Varav repatrierade vinster och utdelningar	0,8	0,7	0,6	n.a.	n.a.
13						
14	<b>Löpande transfereringar netto</b>	<b>11,2</b>	<b>12,6</b>	<b>15,7</b>	<b>16,9</b>	<b>17,9</b>
15	Varav:					
16	Remitteringar	7,8	8,9	11,2	13,0	14,0
17	Valutakontoflöden	-0,2	0,7	0,5	-0,2	-0,2
18	Privat bistånd	3,5	2,5	3,3	3,3	3,3
19	Statligt bistånd	0,2	0,6	0,8	0,8	0,8
20	Övrigt	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0
21	<b>Bytesbalans</b>	<b>-9,3</b>	<b>-3,9</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,2</b>	<b>-5,1</b>
22						
23	FDI	3,7	2,2	1,5	0,8	1,5
24	IMF	3,9	3,65	0	-1,2	-3
25	Övrigt					
26						
27	<b>Valutareserv</b>	<b>12,4</b>	<b>16,8</b>	<b>18,2</b>	<b>14,8</b>	<b>8,2</b>

Källa: SBP, KASB, Tundra Fonder

## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Pakistanfond

### Hur bryter Pakistan den negativa trenden?

Läsningen hittills kan verka skrämmande och det finns definitivt skäl att vara vaksam. Utan nya lån, finansiellt stöd eller ökade utländska direktinvesteringar är det sannolikt att marknaden i allt större utsträckning framöver kommer fokusera på risken att Pakistans valutareserv når kritiska nivåer vilket i första skedet kommer påverka valutan. Det finns dock skäl att anta att det inte behöver gå så långt.

- Trots fortsatt hårda ord mellan Pakistan och USA och till synes låsta förhandlingar är en överenskommelse inom en snar framtid sannolik. USA behöver en fungerande relation med Pakistan inför att man ska lämna Afghanistan 2014. En ekonomisk kris i Pakistan skulle sannolikt allvarligt försvåra ett amerikanskt tillbakadragande. På samma sätt måste Pakistan hålla en fungerande relation med USA. Av omedelbara skäl p g a att det militära stödet behövs, ur ett längre perspektiv p g a möjligheterna till framtida direktinvesteringar från världens största ekonomi och acceptans i världssamfundet. Återupptagande av det militära stödet från NATO adderar (enligt tidigare överenskommelse) omkring USD 1,3 mdr till tjänstebalansen.
- Pakistan kommer med stor sannolikhet sätta sig ned med IMF igen och ingå villkor för ett nytt stödpaket, något som innebär att planerade återbetalningar de närmaste två åren stoppas alternativt ersätts av nya lån. IMF kommer dock att ställa hårda krav på framförallt eliminering av subventioner till kraftsektorn. För fiskala året 2012 (som slutar 30/6) uppgår totala subventioner till elkonsumenter drygt USD 4 mdr, det är nästan 30% av det totala budgetunderskottet. Huvuddelen av dessa subventioner går dock till privatpersoner och en höjning av elpriserna är mycket impopulär, särskilt givet att leveransen av el är fortsatt osäker. Kommer den sittande regeringen verkligen ta tag i detta innan valet i februari? Vi tror inte det. Således lär ett nytt IMF paket dröja till efter valet 2013. Om Pakistan står med ryggen mot väggen torde det dock kunna påskyndas. Det kan förbättra betalningsbalansen med USD 3-3,5 mdr för 2013 och 2014.

Dessa två sannolika åtgärder tillsammans skulle reducera hotet att Pakistans valutareserv åter skulle närma sig kritiska nivåer. Till detta kommer en relativt god sannolikhet att utländska direktinvesteringar kan komma att öka. Det är svårt att se dem minska ytterligare. Mest sannolika sektorn att se de första

större investeringarna är kraftsektorn och relaterade sektorer (kol, infrastruktur). Av större projekt som just nu tycks närmast konkreta större investeringar är kolbrytning i Sindhregionen (s k Thar coal projekten). Pakistan har potentiellt en av världens största kolreserver (frekvent angiven siffra 180 mdr ton) men med lägre kvalitet (framförallt vattenhalten) vilket tidigare försvårat kommersialisering men som med dagens teknik kan utvinnas kommersiellt. Vi talade så sent som för några dagar sedan med en av aktörerna som väntar sig sälja det första lokalt producerade kolet 2014 till Lucky Cement (Pakistans största cementbolag). Flera aktörer är i långt gångna förhandlingar kring ytterligare licenser. I förlängningen underlättar detta även investeringar i kraftsektorn där investerare, inhemska som utländska, har möjlighet att erhålla mycket bra villkor men där bränsleförsörjning just nu omöjliggör detta. Därtill finns två planerade större inflöden – 3G auktioner (USD 0,5-1 mdr) och Etisalats slutbetalning för köpet av 26% av Pakistan Telecom (köpte 2006) på USD 800 miljoner.

### Fallande oljepris kan ge oväntad hjälp

En mycket oväntad men desto mer välkommen bonus vore om den senaste tidens fallande råvarupriser skulle fortsätta. Arab Light (det mest relevanta oljepriset för Pakistan) har kommit ned från toppen i mars på USD 125/fat till i skrivande stund USD 96. Genomsnittspriset för 2012 hittills är USD 112/fat. Skulle nuvarande pris om USD 96 gälla för fiskala året 2013 (1/7 2012 till 30/6 2013) förbättrar det handels- och betalningsbalansen med omkring USD 2 mdr vid oförändrad volym. Det är 30-40% av det just nu förväntade betalningsbalansunderskottet för 2013.

### Inget behov av en devalvering

I det fall den pakistanska rupeen varit tydligt övervärderad hade vi ändå upplevt en större oro. En betalningsbalans som har sin grund i en icke-konkurrenskraftig valuta är sällan lönt att kämpa emot. Vi ser dock inte att så är fallet i Pakistan. Valutan devalverades 35% så sent som 2008. Importstrukturen (40% olja), underinvesteringar inom näringslivet (inte bara avsaknad av direktinvesteringar) och Pakistans hittills begränsade medverkan på världens exportmarknader är starka argument. På ett mer icke-vetenskapligt plan kan även nämnas att Karachi för andra året i rad blev utnämnt av Wall Street Journal som världens billigaste stad att leva i (artikel från 14 februari 2012). Även Centralbankens mätningar av den handelsviktade valutakursen visar endast en marginell konkurrensförsvagning de senaste åren,

## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Pakistanfond

och då från låga nivåer. Under maj och inledningen av juni har rupeen försvagats knappt 5%. Det är en rimlig rörelse givet oron i omvärlden. Fortsätter oron är det sannolikt att valutan, liksom flertalet andra tillväxtmarknader, försvagas ytterligare. Vi har dock svårt att se nytta av en större strukturell korrigering.

### Tundras investeringsfilosofi – Definiera problemen först

Denna genomgången har syftat på att beskriva de risker vi på Tundra funderar kring dagligen men som sällan beskrivs i internationell media. En djupare förståelse för drivkrafterna i den pakistanska ekonomin hoppas vi framöver ökar läsvärdet av vår kontinuerliga rapportering om vad som händer i Pakistan och den pakistanska ekonomin och hur det kan tänkas påverka Tundra Pakistanfond - varför det är viktigt hur relationen mellan NATO och Pakistan utvecklas, effekterna av ökade direktinvesteringar, betydelsen av oljeprisets utveckling osv. Att ha en grundförståelse för riskerna i sitt sparande och att bli kontinuerligt uppdaterad kring dessa risker tror vi är en förutsättning för att man som investerare skall kunna vara bekväm i sitt långsiktiga sparande.

### Pakistan – Essensen av en tillväxtmarknad

I Sverige kan man nästan få intrycket att det råder en global boom i Pakistan. Vi måste dock komma ihåg att vi svenskar än så länge är väldigt ensamma om att investera i Pakistan. Lanseringen av Tundra Pakistanfond bröt mönstret på så sätt att fonden inte lanserades efter en lång tid av stort utländskt intresse, med omsättningssiffror på topp och aktievärderingarna i taket – utan nästan tvärtom. Aktiemarknaden har återhämtat sig, volymerna är på väg upp igen, men det är fortfarande en marknad i dvala jämfört med sitt forna jag. 2007-08 värderades Karachibörsen efter en 800% uppgång mellan 2001-2008 till omkring P/E 15. Idag är motsvarande värdering omkring hälften. Varje omsättningskrona innan krisen värderas till 1,7 gånger. Idag är motsvarande värdering 60% lägre. Trots att bolagens omsättning idag är 50% högre och vinsterna 15% högre än 2007 har aktiemarknaden i absoluta tal drygt 60% kvar till toppnivåerna 2008 (se diagram 11 och 12 med data från KSE100).

Avslutande Diagram 11 och 12 är för oss kärnan i varför vi brinner för Pakistan och dess bolag. Trots en av de värsta finansiella kriserna genom tiderna föll faktiskt inte bolagens omsättning – och då i USD räknat – nämnvärt under åren 2007-09. Tillväxten avtog, vinsterna föll året efter krisen, men sedan fortsatte bolagen växa. När vi förordrar 10 års investeringshorisont är det för att vi vill

att våra investerare ska ta höjd för svängningarna vi kommer se på vägen och istället fästa blicken på den långsiktiga trenden. Pakistan är idag unikt i världen utifrån det faktum att den långsiktiga resan inleds från en så låg utgångspunkt i ekonomins utveckling samtidigt som det finns en likvid aktiemarknad med mycket välskötta bolag för att ta del av denna utveckling.

Därtill investerar man idag på historiskt låga värderingar i ett läge när flertalet av världens aktieinvestorer fortfarande inte satt sin fot i landet. Det tror vi är bra förutsättningar för en långsiktigt god investering. Svängningarna kommer vara stora på vägen vilket är anledningen till att vi förordrar 10 års investeringshorisont men om man som investerare är beredd att anamma en långsiktig investeringshorisont är Pakistan idag essensen av de möjligheter som långsiktigt finns på tillväxtmarknader.

Diagram 11: Omsättning och börsvärden (USD) 2005-2012

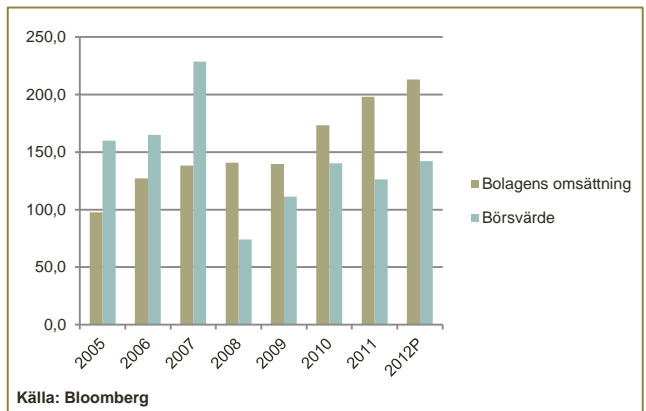
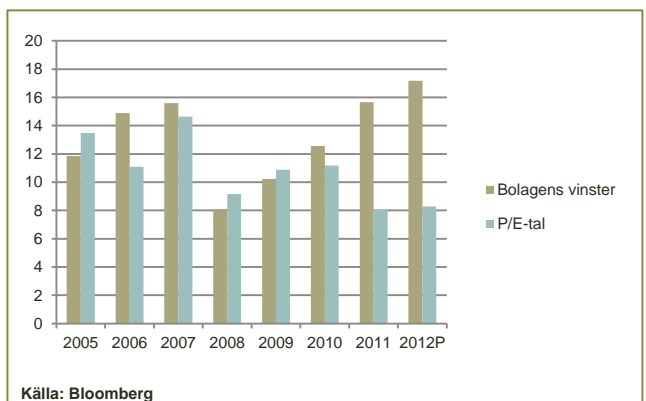


Diagram 12: Bolagens vinster (USD) och P/E-tal 2005-2012



## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Pakistanfond

Tabell 4: Pakistan – Ekonomiska nyckeltal

	FY04	FY05	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12E	FY13E
<b>Summering</b>										
Nominell BNP (PKR mdr)	5 641	6 500	7 623	8 673	10 284	12 724	14 804	18 033	20 654	24 103
Nominell BNP (USD mdr)	98	110	127	143	164	162	177	211	233	259
BNP/invånare (USD)	650	710	807	887	997	964	1 028	1 203	1 304	1 420
<b>Ekonomisk aktivitet</b>										
Real BNP tillv (%)	7,5	9,0	5,8	6,8	3,7	1,7	3,1	3,0	3,7	3,9
Sparande (% av BNP)	17,9	17,5	18,2	17,4	13,6	12,5	13,1	13,8	-	-
Investeringar (% av BNP)	16,6	19,1	22,1	22,5	22,1	18,2	15,4	13,4	-	-
<b>Prisutveckling</b>										
KPI inflation (% genomsn.)	4,6	9,3	7,9	7,8	12,0	17,0	10,1	13,7	11,5	12,0
Valutakurs (PKR/USD)	58,1	59,6	60,3	60,5	68,4	81,5	85,6	86,0	89,0	93,0
<b>Monetära indikatorer</b>										
Penningmängdtillväxt (%)	19,6	19,1	15,1	19,3	15,3	9,6	12,5	16,0	12,0	10,5
Styrränta	7,5	9,0	9,0	9,5	12,0	14,0	12,5	14,0	12,0	12,0
6-mån interbankränta	2,0	5,4	9,0	10,1	10,3	14,0	12,3	13,3	12,3	11,9
<b>Extern balans</b>										
Bytesbalans (% av BNP)	1,3	-1,6	-3,9	-4,8	-8,5	-5,7	-2,2	0,1	-1,7	-1,9
Bytesbalans (USD mdr)	1,3	-1,8	-5	-6,9	-13,9	-9,3	-3,9	0,27	-4,0	-4,9
Handelsbalans (USD mdr)	-1,2	-4,4	-8,4	-9,7	-20,9	-17,1	-15,3	-15,6	-18,9	-20,2
Export (USD mdr)	12,4	14,4	16,6	17,3	19,1	17,7	19,4	24,8	24,4	25,6
Import (USD mdr)	-13,6	-18,8	-25	-27	40	34,8	34,7	40,4	43,3	45,8
Remitteringar (USD mdr)	3,9	4,2	4,6	5,5	6,5	7,8	8,9	11,2	12,2	13,2
Utländska direktinvesteringar (USD mdr)	0,9	1,5	3,5	5	5,4	3,7	2,2	1,6	1,5	1,5
Valutareserv (USD mdr)	12,3	12,6	13,1	15,6	11,4	12,4	16,8	18,2	15,4	8,5
IMF finansiering (USD mdr)	na	na	na	na	na	3,9	3,650	-	-	-
<b>Offentlig sektor</b>										
Konsoliderad budgetbalans (% av BNP)	-2,3	-3,3	-4,3	-4,4	-7,0	-5,2	-6,3	-6,6	-6,0	-5,8
Skatteintäkter (% av BNP)	10,8	10,1	10,5	10,3	10,2	9,5	9,9	9,4	9,4	9,4
<b>Skuldsättning</b>										
Statsskuld brutto (% av BNP)	66,09	61,47	56,46	55,00	58,35	56,51	55,62	55,28	51,70	50,10
Inhemsk skuld (% av BNP)	35,09	32,75	30,46	30,10	31,84	30,34	31,37	33,30	32,50	32,60
Utländsk skuld (% av BNP)	30,99	28,71	26,00	24,90	26,51	26,16	24,26	21,98	19,20	17,50
Befolkning (milj)	151	154	158	161	165	168	172	175	179	183
Genomsnittlig valutakurs (PKR/USD)	57,49	59,34	59,89	60,69	62,62	78,47	83,86	85,50	88,5	93,0

Källa: KASB Research

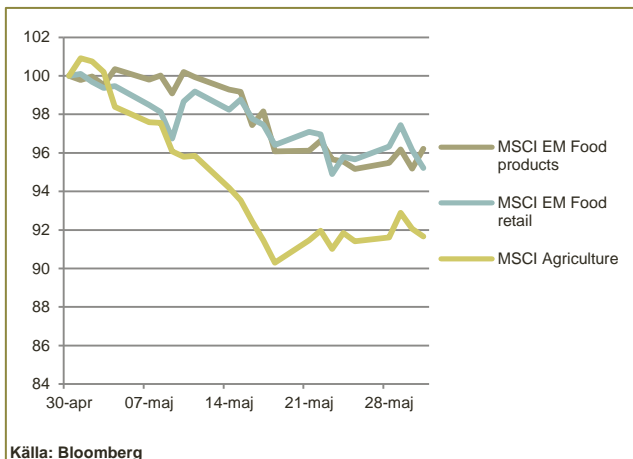


## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Agri & Food

### Marknaden

MSCI Emerging Markets Food Products Index sjönk 3,8% (SEK) under månaden medan MSCI Emerging Markets Food Retail Index och MSCI Global Agriculture Index sjönk 4,8% respektive 8,3% under månaden. Svenska kronan försvagades 8% mot USD under månaden. Nedgången i USD var således betydligt större.

Diagram 14: Marknadsutveckling maj (SEK)

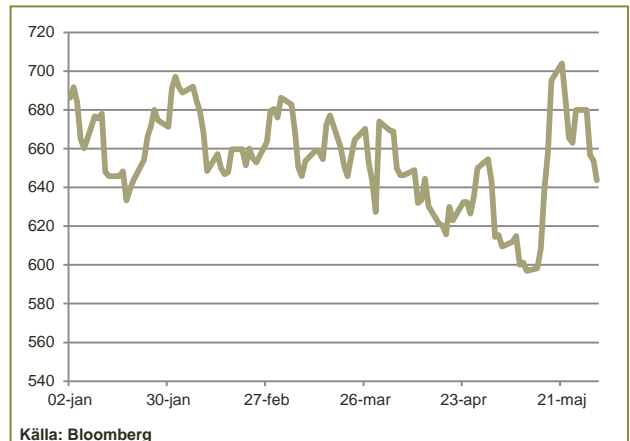


Det var tydligt i maj att den globala oron spred sig även till mjuka råvaror och livsmedelssektorn. Riskaversionen var tydlig i vissa bolag och delmarknader. Ett tydligt tecken är det faktum att i flera bolag har analytikerna reviderat sina prognoser uppåt. Trots detta har aktierna fallit kraftigt under månaden. Ukraina har varit en speciellt svag marknad som föll 25% i lokal valuta. Ytterligare ett tydligt exempel på fallande riskapit.

Oljeprisets fall på 15% (USD) hade effekt på olika substitut med angränsning till livsmedelssektorn. Etanolpriset med junileverans föll 10% (USD) i USA de sista tio dagarna av maj från 2,2 USD/gallon till 2 USD/gallon. Priset för palmolja föll mellan 17-19% för olika kvaliteter under maj. Detta var dock främst på grund av minskad efterfrågan från framförallt Kina och lageruppbyggnad i grossistledet. Veteprisets utveckling under året är mycket intressant. Trenden under 2012 har varit fallande fram till mitten av maj då priset steg 15% på en vecka (se diagram 15). Marknaden för jordbruksprodukter och inte minst vete styrs i nuläget till stor del av väderleksrapporter med fokus på nederbörd. Oro för torra drev upp priset framförallt på vete i mitten av maj, vid Kristi Himmelsfärdsdag. Det var torrt och mindre nederbörd än normalt i alla stora jordbruksregioner i Kina, Europa och USA.

Efterlängttade regn i Ryssland, Svartahavsregionen, Australien och slutligen även USA dämpade oron något i slutet på maj och därmed gjort att priserna, framförallt på vete, fallit tillbaka med ungefär två tredjedelar av uppgången från mitten av maj. Med det sagt förväntar sig IGC (International Grain Concil) fallande lager av vete under innevarande år. Lagren är därmed de lägsta på fyra år.

Diagram 15: Vetepriset (USD/bu)



Det långsiktiga scenariot om stigande priser på jordbruksprodukter ligger fast även om en global finanskris givetvis kan komma att hämma utvecklingen på vägen. Efterfrågan globalt stiger fortfarande över 2% per år och denna ska mötas med i princip oförändrad odlingsareal. För innevarande år förväntas USA nå en rekordskörd av vete på 61 miljoner ton (mt) jämfört med 54 mt förra året. Trots det förväntas de globala lagren falla i antal ton räknat och detta är från en utgångspunkt där lagren är de lägsta på fyra år. Mäter vi istället lagren som procent av en årskonsumtion har de varit fallande sedan mitten av 1980-talet. Så det är troligt att prisutvecklingen på sikt kommer påverkas av detta.

### Fler strategiska affärer

Intressant är att strategiska affärer fortsätter inom livsmedelssektorn och specifikt tillväxtmarknader. Vi berättade i mars månadsbrev om hur tidigare råvarutradern Glencore köpt livsmedelstillgångar i Kanada. I maj köpte Asienbaserade mat- och jordbruksföretaget Olam International ett sockerbolag i Brasilien, ett förvärv på USD 129 miljoner, och drar nytta av de fallande värderingarna för sockerproduktion i Brasilien efter fallet i etanolpriset. Vi hittade en kommentar från bolagets VD som vi tycker är intressant:

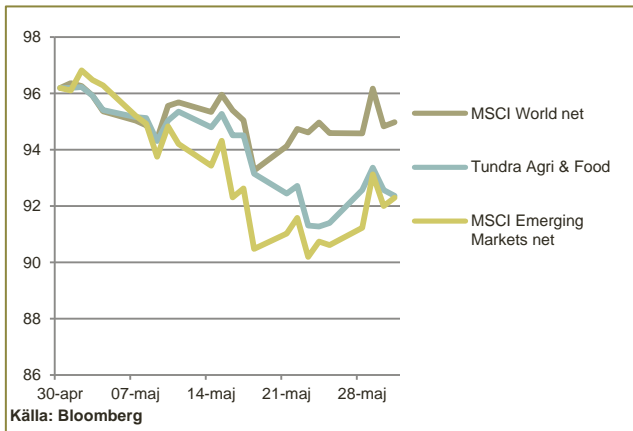
## Månadsbrev maj 2012 - Tundra Agri & Food

"Värderingarna i Brasilien har kommit ned. Några av de investerare som tittade på sockertillverkning är inte lika investeringshungriga längre". Olam International köpte för övrigt tidigare i år en stor jordbruks- och mjölkgård i Ryssland (Penza).

### Fonden

Tundra Agri & Food föll 4,0% (SEK) i maj, jämfört med MSCI World (SEK), som föll 1,3% och MSCI Emerging Markets (SEK), som föll 4,1% under samma period.

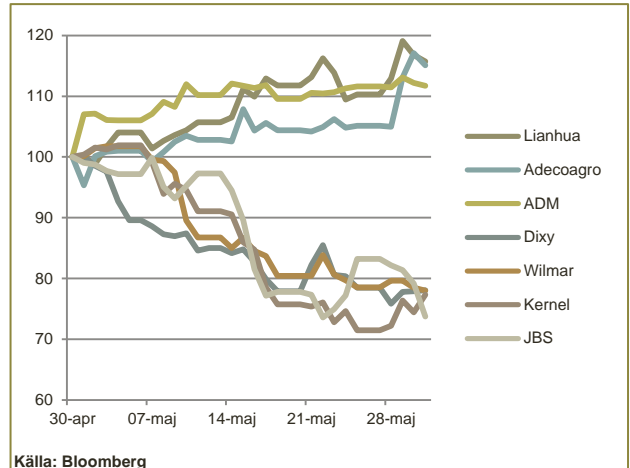
Diagram 16: Fonden vs marknaden



Vid månadens slut ägde fonden 37 aktier från 15 länder. Tre länder stod för drygt 50% av fondens totala innehav Ryssland (20%) Kina (19%) och Brasilien (14%). Sektorfördelning är jordbruk 18%, gödsel 21%, matproduktion 19%, förädlade livsmedel 10%, livsmedelsdetaljer 19% och övrigt 4%.

Bäst utveckling i SEK under månaden uppvisade Lianhua (+15,7%), Adeco Agro (+15,1%) och ADM (+11,7%). Lianhua har fallit mycket tidigare under våren efter en svag rapport och VD-byte. Adeco Agro föll under april på grund av nationalisering av Argentinas största oljebolag (se månadsbrev april). När det nu verkar vara ett enskilt fall och inte början på bredare nationaliseringar så har kursen återhämtat sig något. Sämst utveckling uppvisade JBS (-26,2%), Kernel (-22,7%), Wilmar (-22,0%) och Dixy (-21,9%).

Diagram 17: Bäst och sämst under maj månad (SEK)



**Kernel** är en av världens största producenter av solrosolja. Priset har fallit något tillsammans med olivolja. Det är osäkert om det finns något samband med krisen i Grekland då Grekland är en av världens största exportörer av olivolja. Annars drabbas Kernel hårt av sin Ukrainakoppling. Ukraina var en av de sämsta börserna i världen under maj. Ukrainska **MHP**, som är ett världsföretag inom kycklingproduktion, föll även de över 20% under maj.

**JBS** är världens största producent av protein. De har egen produktion i alla världsdelar utom Afrika. En kursnedgång på nästan 30% under en månad är anmärkningsvärd, även den lokala brasilianska konkurrenten Marfrig föll 19%. JBS rapporterade ett negativt rörelseresultat i den amerikanska nötköttproduktionen under första kvartalet, vilket gjorde marknaden nervös. Bolaget menar att de under andra halvåret kommer vända den amerikanska verksamheten. Intressant är dock att de samlade vinstprognoserna bland marknadsanalytiker för JBS har varit stigande sedan mars både för 2012 och 2013. Ett tydligt exempel på stigande riskaversion.

Utöver de bolag som nämnts tidigare har Kinesiska gödselaktier utvecklats svagt i maj. Detta på grund av exportstopp från kinesiska myndigheter. Kina är en av världens största exportörer av kvävegödsel. Det mesta exporteras till Indien. Men i ett försök att minska matinflationen i Kina har man infört ett exportstopp för kväve. Priserna på Urea (kväveförening) har dock varit stigande i Kina på grund av stigande inputpriser. Men exportstoppet har varit negativt för volymutvecklingen i de kinesiska bolagen, bland annat Sinofert som föll 14,3% (SEK) i maj.

## Månadsbrev maj 2012 – Tundra Agri & Food

Intressant är att de två ryska livsmedelsdetaljisterna Dixy och Magnit föll 22% respektive 9% (SEK). De övriga livsmedelsdetaljisterna i fonden var mer stabila. Sannolikt är de ryska bolagens rörelse en reflektion av att ryska marknaden är en utpräglad högbetamarknad med stora in- och utflöden som förstärker kursrörelserna.

### Värdering

Den samlade värderingen för fonden är P/e 11,8 för 2012. Då ingår ett antal företag som inte gör vinst för närvarande då de i flera fall har vuxit snabbt både organiskt och via förvärv. Tittar vi istället på värderingen av kassaflödet så är EV/Ebitda 5,9 ggr för 2012. D v s marknadsvärdet för bolagen plus samtliga räntebärande skulder delat med bruttokassaflödet är knappt sex gånger eller en avkastning på 17%. Den yelden kan vi jämföra med vad finansiering för bolagen kostar. JBS som nämndes ovan emitterade nyligen en 10-årig obligation på 6% i USD. Nivån är under vad både italienska och spanska staten betalar för sina 10-åriga obligationer för närvarande. P/e talet kan låta högt när MSCI Emerging Markets har ett P/e tal på 10,9 och världsindex har ett P/e tal på 13 gånger. I tillväxtmarknadsindex ingår dock en stor del oljeaktier

med låg värdering, även cykliska aktier som gruvor. Justerat för detta blir P/e talet högre för tillväxtmarknader. Fondens målsättning är att vara exponerad mot vad vi tror är strukturell tillväxt. Det tycker vi att vi är. Det finns ett tydligt cykliskt inslag men över tiden kommer den strukturella tillväxten inom livsmedelssektorn motivera en högre värdering. En del av fondens innehav är högre värderade än övriga. Livsmedelsdetaljister är 19% av fonden och alla utom ett bolag (Lianhua) har P/e tal över 20. Marginalerna inom livsmedelsdetaljister är stabila. Marknadsledarnas möjlighet till tillväxt inom dess område på över 10% per år, i många fall över 25-30% per år, betvivlas inte av marknaden. Därför handlas de med en hög multipel. Inträdesbarriärerna är höga för konkurrenter. Det är mycket dyrt att bygga upp nationella logistik- och distributionsnät. Justerar vi för den relativt höga värderingen av livsmedelsdetaljisterna innebär det att fonden har ett P/e tal för 2012 på låga 9,2. På kort sikt är det ingen garanti för att kurserna inte kan falla ytterligare. Men när fokus åter är på fundamentala värden snarare än kris i Sydeuropa så bör värderingen vara högre inom detta strukturella tillväxtområde – livsmedelsförsörjning inom tillväxtmarknader.

Tabell 5: 10 största innehav Tundra Agri & Food

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E		Dir. avk. (senast)	förändr. 1 mån (USD)
					FY2011A	FY2012E		
Indofood	Indonesien	5,1%	4376	Störst på vidareförädlad mat i Indonesien	12,9	11,9	3,6%	-5,7%
Almarai	Saudiarabien	4,9%	7306	Största mejeriet i Gullfänderna med nästan 50% marknadsandel på mjölk och yogurt. Har under senare år breddat verksamheten till bla juicer och andra förädlade livsmedel.	22,0	18,3	1,9%	2,2%
Lianhua Retail	Kina	4,7%	1254	En av Kinas största livsmedelsdetaljister	12,6	15,2	2,1%	7,1%
Adecoagro	Argentina	4,6%	1145	En av världens största privata markägare. Verksamma i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.	20,1	22,8	0,0%	6,5%
China Agri	Kina	4,5%	2908	Kinesiskt jordbrukskonglomerat. Bl a spannmålsproduktion och biobränslen	8,5	7,9	2,3%	-2,3%
X5 Retail	Ryssland	4,0%	5999	Rysslands näst största livsmedelsdetaljist, det enda bolaget med stark ställning inom alla typer av butiker	23,0	18,3	0,0%	-12,6%
Brasil Foods	Brasilien	4,0%	13584	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojaböner och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien	7,3	6,9	0,0%	-15,5%
China Bluechem	Kina	3,6%	1223	Ett av Kinas största gödsel företag, stor produktion av kväve men även fosfor	12,2	10,9	3,9%	-3,5%
Sunart Retail	Kina	3,5%	11701	Kinas största livsmedelsdetaljist	49,6	37,9	1,1%	-7,6%
Cosan	Brasilien	3,4%	2087	Kallar sig "världens största bolag inom förnyelsebar energi" Bl a en av världens största producenter av etanol och socker.	11,9	4,6	2,4%	-13,5%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder