

TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV SEPTEMBER 2012



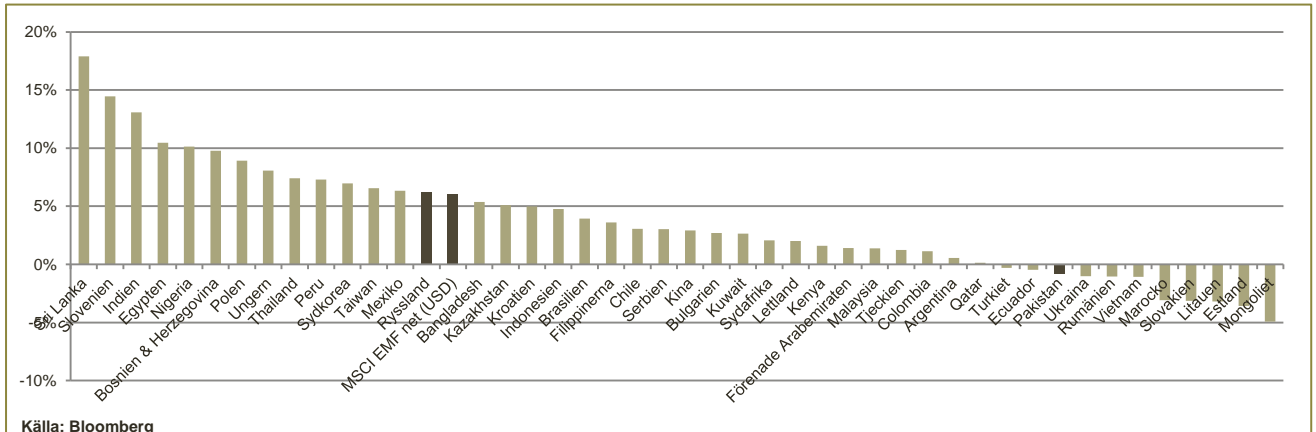
Månadsbrev september 2012 - Tillväxtmarknader under september

Stark månad för tillväxtmarknader

Tillväxtmarknader steg hela 6,0% (USD) under september, drivet av trojkan (ECB, Kina, USA) av stimulans där QE3 i USA till slut satte fart på

investerare. En starkare svensk krona (1,0% mot USD) innebar dock att månaden i SEK stannade på +5,0%.

Diagram 1: Tillväxtmarknader september 2012 (USD)



Bästa tillgångsklassen närmaste 20 åren?

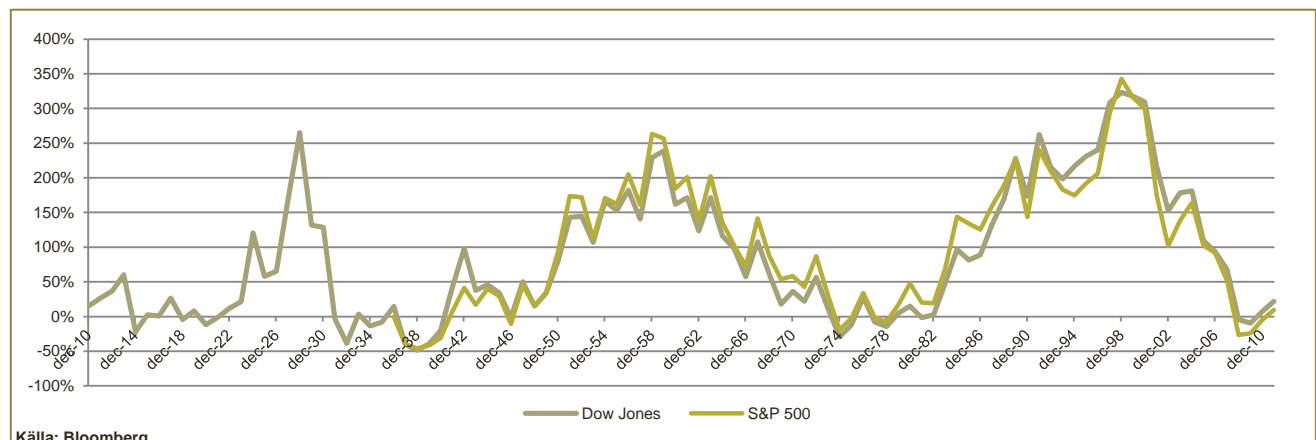
Vi talade i förra månadsbrevet om det nuvarande ointresset för aktier och det stora intresset för "säkrare" investeringar såsom framförallt företagsobligationer.

prissättningar kan uppstå, och under en tid förbli, för att i efterhand med facit i hand dissekeras och beskrivas som så märkliga som de kanske borde beskrivits som – 3 år tidigare.

Som ett exempel på nuvarande investerarpreferenser placerade svenska SKF nyligen en 7-årig företagsobligation bland investerare, totalt EUR 500 miljoner. Räntan fastställdes till 1,86%. Det är 2% lägre än vad SKF kunde låna upp till i en motsvarande emission i maj 2011. Enligt uppgift fanns en efterfrågan på EUR 2,8 mdr, dvs närmare 6 gånger det erbjudna beloppet – inom 1 timme. Investerare som köper aktien får idag en direktavkastning på omkring 3,9%, dvs drygt dubbelt så mycket. Det är en nyttig påminnelse om flockbeteende på finansiella marknader och förklarar ganska väl varför till synes märkliga relativa

För att istället anta optimistens perspektiv på själva bakgrunden till frågan stötte vi på ett för långsiktiga investerare mycket intressant diagram. Diagrammet visar cykler på aktiemarknaden sedan 1910 där tio års ackumulerad avkastning redovisas. I detta fallet Dow Jones och S&P. Är det förvånande att det nuvarande ointresset för aktier sammanfaller med vad som ser ut att vara nära botten på den senaste cykeln för aktier? Och mer relevant – Hur blir avkastningen de närmaste 20 åren? En bra anledning till att fundera en vända till innan man drar ner aktieandelen i barnens pensionssparande.

Diagram 2: 10 års ack. avkastning Dow Jones och S&P 1910-2012

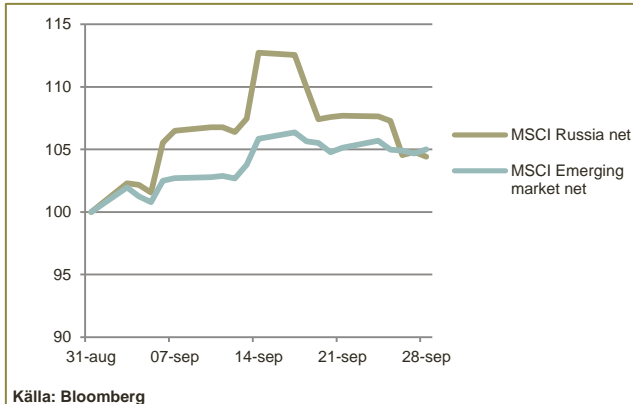


Månadsbrev september 2012 - Tundra Rysslandsfond

Marknaden

Den ryska marknaden mätt som MSCI Russia steg 4,4,% (SEK) i september jämfört med tillväxtmarknader (MSCI Emerging Market net) som steg 5,0%. Hittills i år har ryska aktiemarknaden stigit 5,8% medan tillväxtmarknadsindex har stigit 6,8%.

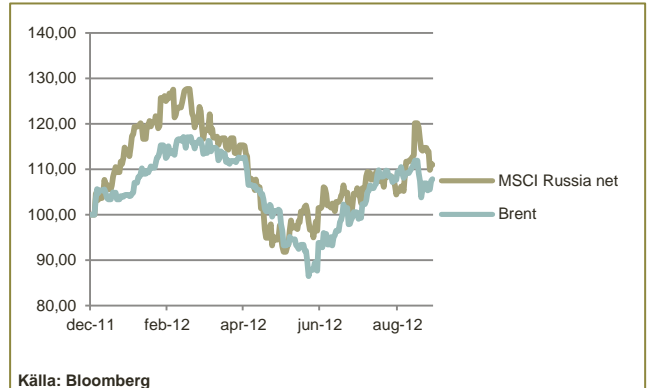
Diagram 3: Marknaden vs tillväxtmarknader



Den ryska marknaden var relativt stark givet att oljepriset föll 3% i SEK under månaden. Sambandet mellan ryska aktiemarknaden och oljepriset är normalt starkt, även på kort sikt. Kopparriset som kan ses som ett annat perspektiv på riskapitet steg 8% i SEK i september likaså steg stålpriset i Kina med 9%.

Oljeprisets svaghet under månaden trots allmänt stigande riskapitet är intressant och sker mot bakgrund av Saudiarabiens självpåtagna ansvar att stabilisera priset och minska prisörligheten. Oljepriset steg med drygt 30% till USD 117 per fat fram till 18 september sedan botten i mitten av juni på USD 88,5 per fat. Detta efter att ha varit så högt som USD 125 per fat i slutet av mars. I slutet av mars ökade Saudiarabien sin produktion till över 10 miljoner per fat, den högsta produktionen på 30 år. Under sommaren när priset var svagt minskade Saudiarabien sin produktion, men efter att export från Iran försvunnit från marknaden under augusti och september så ökade Saudiarabien åter sin produktion över 10 miljoner fat den 18 september. Tidpunkten är intressant. En icke namngiven afrikansk OPEC-talesman sade till Financial Times "De (Saudi) producerar lite mindre när priset är under 90 och lite mer när det är över 115". Att Saudiarabien ökar sin produktion några dagar efter att amerikanska centralbanken Federal Reserve annonserat sitt tredje kvantitativa program (QE3) den 13 september. (se även vår separata artikel om "Olja – Hur Nordamerika och ny teknik kan förändra spelplanen" bifogad som och delvis omarbetad sedan i juni)

Diagram 4: Oljepriset och ryska aktiemarknaden (USD) 2012



Den största nyheten under september var att ryska centralbanken sålde 7,6% av aktierna i Rysslands största bank, Sberbank. Transaktionen var värd USD 5,2 mdr eller SEK 34mdr. Köpare var framförallt utländska institutioner. Marknaden har väntat på att centralbanken ska sälja i över ett år. Efter annonserat sina intentioner var affären genomförd på 48 timmar. På kort sikt är detta mycket pengar för den ryska marknaden att absorbera då den delvis fått finansieras med försäljningar av andra innehav, men på sikt är transaktionen positiv. Den öppnar för privatiseringar generellt från ryska staten. Strax efter Sberbank placeringen genomfördes även två placeringar i privatägda bolag, M-Video och Mail.ru. I M-Video sålde huvudägaren aktier och i mail.ru sålde en av grundarna aktier. Totalt var båda transaktionerna på knappt SEK 4 mdr.

Det är positivt att det finns så pass stor efterfrågan på ryska aktier att dessa placeringar kan genomföras på en och samma månad. Det finns dock en risk att det kan bli lite för mycket på en gång vilket kan hämma kursutvecklingen. Sedan placeringen av Sberbank har det annonserats två nya börsintroduktioner, MDMG (kliniker och sjukhus, IVS, obstetrik och gynekologi) och Promsvyas (bank). Båda är på ungefär SEK 2,5 mdr vardera. Det verkar dessutom som det kommer ytterligare placeringar/börsintroduktioner inom kort. Danska AP Möller-Maersks (APM) investering i Global Ports, en av Rysslands största hamn och containeroperatörer, är också intressant. APM köper 37,5% av bolaget för USD 860 miljoner och äger därmed lika mycket som sin ryska partner N-Trans. Resten av aktierna handlas fritt på marknaden. Även om APM är en av världens största hamnoperatörer med verksamhet i 64 länder och en omsättning på USD 4,7 mdr så är det likväl en mycket stor transaktion även för dem. Transaktionen är den överlägset största investeringen en utländsk aktör har

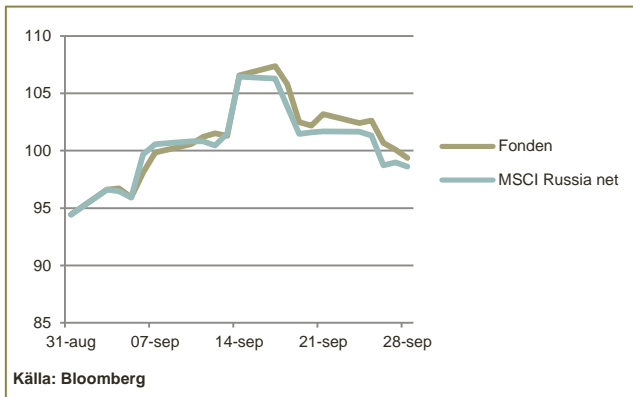
Månadsbrev september 2012 - Tundra Rysslandsfond

gjort i ryska transportindustrin. Vår bedömning är att man ska se transaktionen mot bakgrund av Rysslands WTO-medlemskap och APMs förväntningar att handeln mellan Ryssland och omvärlden kommer att öka i och med detta.

Fonden

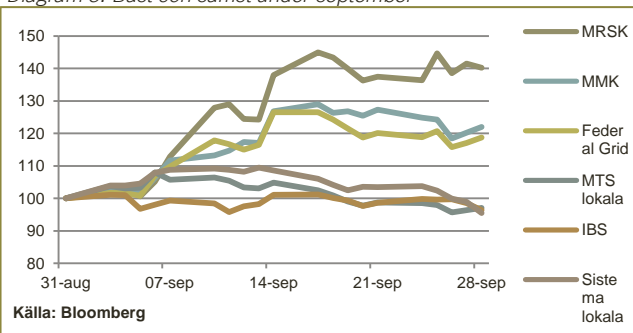
Tundra Rysslandsfond steg 5,2% (SEK) under september månad, jämfört med marknaden (MSCI Russia net SEK) som steg 4,4% under samma period. Under 2012 har Tundra Ryssland stigit med 2,0% jämfört med marknaden som har stigit 5,8%.

Diagram 5: Fonden vs marknaden



Bäst utveckling (SEK) under månaden i fonden uppvisade MRSK Holding (+40%) MMK (+22%), Federal Grid (+19%), Mosenergo (+18%) och Mostotrest (+13%). Sämst utveckling uppvisade Sistema lokala (-4%), IBS (-4%), MTS lokala (-3%) och Novatek (-2%). USD föll 1,0% mot SEK under september.

Diagram 6: Bäst och sämst under september



Bidragsanalysen för månaden visar att kraftsektorn stod för 1,9% av meravkastningen under månaden. Fonden tappade 0,5% inom telekommunikation och 0,4% inom informationsteknologi. Övriga avvikelser var mindre än 0,3% per sektor under månaden.

De negativa avvikelserna härrör från två aktier. I IBS blev marknaden besviken på att den tidigare annonserade särnoteringen av deras dotterbolag Luxsoft inte kommer att ske under 2012. Det fanns en förväntan att Luxsoft skulle noteras i USA där flera kinesiska och indiska IT-outsourcing företag redan är noterade efter att den ryska banken VTB köpt 10% av aktierna. IBS värdering är nästan hälften av den genomsnittliga värderingen av de USA-noterade kinesiska och indiska outsourcingföretagen. Den andra aktien som hämmade fonden utveckling var Sistema där marknaden dels är orolig för eventuella ytterligare investeringar i Indien och dels är orolig att Sistema betalat för mycket för ett ryskt transportföretag som precis privatiserats. Vi behåller båda positionerna. IBS anser vi vara lågt värderat. Tillväxten i Rysslands IT-sektor har tillfälligt kommit ner men vi tror den kommer tillbaka. I Sistema så finns det även positiva effekter som marknaden för närvarande bortser ifrån. Sistema är Rysslands största aktör inom sjukvård, det finns även långtgående planer att ta över viss vård från ryska staten. Dessa tillgångar åsätts i nuläget ett obefintligt värde av marknaden. Introduktionen av MDMG (se ovan) kan vara ett steg mot att synliggöra dessa värden.

Politik

Under september har President Vladimir Putins kritik mot regeringen och ytterst mot premiärminister Dmitrij Medvedev fortsatt. Senast är Putins skarpa kritik mot regeringens budgetförslag för nästa år samt budgetplanerna för 2014-2015. Huvudfokus från Putins sida är att budgetarna inte tar hänsyn till Putins vallöften. Samtidigt poängterade Putin, under ett regeringsmöte i slutet på september, vikten av en balanserad budget och en fortsatt bekämpning av inflationen.

Om Putin fortsätter att misskreditera regeringen kommer det till slut att vara omöjligt för honom att inte avskeda Medvedev. Kritiken påbörjades under sommaren och har även skett från militärt håll. Det skulle däremot höja den politiska osäkerheten innan en ny premiärminister är utsedd.

Den förra finansministern Alexei Kudrins (avgick för ett år sedan) kritiska uttalanden i slutet av september på en investerarkonferens är intressanta med tanke på vad vi nämnde ovan. Kudrin som är postsovetjetiska Rysslands längst arbetande finansminister avgick efter Vladimir Putin meddelade att han skulle söka en tredje period som president och byta roller med Dmitrij Medvedev, som nu är premiärminister. Kudrin är fortfarande inflytelserik. Han stödjer oppositionens protester som kräver fria och rättvisa val men Putin har sagt offentligt att de två förblir vänner.

Månadsbrev september 2012 - Tundra Rysslandsfond

Kudrin gjorde klart att han inte skulle tjäna under Medvedev. De två har inte talas vid efter att deras konflikt över de offentliga utgifterna framtvingade Kudrins avgång. Han kritiserade regeringen för att inte godkänna reformer som skulle uppmuntra till investeringar och modernisera och diversifiera ekonomin. "Vi är på randen av stagnation - ekonomisk tillväxt i Ryssland på mindre än 3 procent är stagnation", sade Kudrin. "Idag genomförs inte reformer i tillräcklig omfattning. Detta medför extrem försiktighet hos investerare. "Ryssland får inte de investeringar som behövs, och utan dessa åtgärder kommer Ryssland inte få dem under de kommande åren."

Kudrins djärva uttalande kanske inte sker utan anledning.

Makro

Augustis statistik innebar mer tecken på att ekonomin växer allt långsammare. Detaljhandelns omsättning och investeringars tillväxttakt fortsatte att minska.

Tillväxten i reallönerna var lägre än 8% på årsbasis, att jämföra med KPI som steg 5,9% på årsbasis i augusti, jämfört med 4,1% i genomsnitt under januari-juli. Detaljhandelns tillväxt avtog i augusti till 4,3% på årsbasis, jämfört med 5,4% i juli. Industriproduktionens tillväxt minskade till 2,1% på årsbasis (från 3,4% på årsbasis i juli), vilket för övrigt sammanfaller med rekordlåg tillväxt i fasta investeringar. Investeringarna föll till 16-månaders lägsta i augusti till 2,3% på årsbasis, efter att ha uppvisat 10,2% på årsbasis genomsnittlig tillväxt under de första 7 månaderna för 2012.

Den ryska federala budgeten är på kort sikt inte ett bekymmer – mycket pekar på ett överskott i år. Med oljepriset över Rubel 3300 (USD 106) per fat sedan mitten av juli har budgetintäkterna varit goda. VTB som är Rysslands största mäklarhus förväntar sig att budgetöverskottet för 2012 beräknas bli 0,3% av trots kraftigt höjda utgifter i samband med presidentvalet i våras. Problem eller utmaningar med betalningsbalansen har skjutits på framtiden men kan kanske inte undvikas framöver. Det höga oljepriset under tredje kvartalet 2012 innebar att Ryssland kunde upprätthålla bytesbalansöverskott för det 57e kvartalet i rad. Ett lägre oljepris kan dock snabbt förändra situationen.

Ska man överhuvudtaget äga ryska aktier?

Det är lätt att bli för negativ till ryska marknaden. Nyhetsflödet är konstant negativt, centrerat till vad som internationellt beskrivs som Putins maktfullkomlighet och en förlamande korruption. Kudrin har rätt i att strukturella reformer inte initierats till dags datum. Den nya regeringen har problem att få igenom sin politik hos Duman (ryska parlamentet) och hos presidenten.

Med det sagt, så är rabatten på ryska marknaden jämfört med tillväxtmarknader som helhet 54% på förväntat P/e tal för 2012. Historiskt genomsnitt de senaste 10 åren har varit mellan 30-35% rabatt till tillväxtmarknader. Givet att korruptionen och därmed investerarens inställning till ryska aktiemarknaden försämrats väsentligt bara de senaste åren skulle man förstås kunna argumentera för att rabatten under en tid framöver kan förbli väsentligt högre än det historiska genomsnittet.

Svårare att ifrågasätta är dock att direktavkastningen i ryska aktiemarknadens snart 20 åriga historia aldrig varit högre. För närvarande är den 4,3% och då finns det goda möjligheter att många bolag höjer utdelningen nästa år. Putin bekräftade nyligen att en utdelningsandel på minst 25% av vinsten gäller för samtliga statliga bolag. Putin ser utdelningar som en allt viktigare källa för inkomster för statens budget. För en marknad som lidit svårt av investerarens tilltagande misstro till bolagsskötseln blir utdelningarna en särskilt viktig faktor. Givet de senaste årens misskötsel av ryska bolag är investerare skeptiska till vinstprognoser och löften. Pengar som utbetalas i närtid är av naturliga skäl ett enklare argument att ta till sig.

Det finns ytterligare en spännande nyhet för ryska marknaden nästa år. Idag finns inget centralt värdepapperssystem (motsvarande VPC som i Sverige och de allra flesta andra marknader). Rysslands "VPC" är nu tekniskt färdigställt och förväntas få sin licens i november. Detta förenklar handeln med ryska aktier på ett väsentligt sätt. Under första kvartalet ska man börja handla de 15 största aktierna T+2. Detta innebär att man har två dagar på sig att betala en affär och det tar två dagar innan man får sina pengar vid en försäljning. Även detta likställer ryska aktiemarknaden med normala finansiella marknader. Idag är den ryska marknaden konstruerad med T+0 vilket innebär att om man ska handla på marknaden måste man ha pengar hos börsen innan man köper och man måste ha sina innehav hos börsen innan man säljer. Detta omöjliggör för nästan alla utländska investerare att

Månadsbrev september 2012 - Tundra Rysslandsfond

handla direkt på ryska börsen, MICEX, vilket hämmar likviditeten och därmed värderingarna. Vi skulle säga att detta är den största infrastrukturförändringen på ryska marknaden sedan Reuters började kablå ut RTS priser med 15 minuters fördröjning 1996. Det kommer att ha en mycket stor effekt för likviditeten på aktier som enbart är noterade i Ryssland idag och sannolikt innebär det att dessa får en högre värdering p g a

högre likviditet. Redan per sista september öppnade ryska marknaden för att ryska ränteinstrument kan settlas i Euroclear. Det steget i sig innebär att det är väsentligt mycket enklare för utländska investerare att köpa ryska räntepapper och låta betalningarna gå via Euroclear. Euroclear driver för övrigt vårt svenska värdepappersregister för aktier och räntebärande papper sedan 2008.

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 (SEK)	Noterings valuta	Förändr. 1 mån (lok valuta)
				FY2011A	FY2012E	FY2013E				
Sberbank pref	9,0%	65 979	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	4,7	4,6	4,4	3,9%	-0,4%	RUB	-3,0%
Gazprom ADR	7,5%	118 723	Rysslands (och världens) största gasbolag	3,0	2,9	2,9	5,8%	2,8%	USD	3,8%
Novatek GDR	5,5%	35 919	Rysslands största privatägda gasproducent	18,2	15,9	12,5	1,7%	-1,8%	USD	-0,8%
Lukoil ADR	4,8%	52 395	Rysslands största privatägda oljebolag	4,0	4,1	4,2	3,8%	7,5%	USD	8,5%
MTS (lokal aktie)	4,8%	15 187	Rysslands största mobilteleoperatör	10,6	8,4	9,0	6,4%	-2,9%	RUB	-5,4%
Sistema (lokal aktie)	4,7%	7 530	Rysslands "Investor" eller "Kinnevik". Stor ägare i bl a MTS.	41,9	12,0	5,2	1,1%	-4,5%	RUB	-7,0%
Etalon	4,3%	1 852	Ett av Rysslands ledande byggbolag	11,4	8,8	6,6	n.a.	0,4%	USD	1,3%
IBS Group	4,1%	475	Rysslands största IT-företag	15,6	13,0	8,2	5,7%	-3,6%	EUR	-4,8%
LSR Group (lokal aktie)	4,0%	1 863	Vertikalt integrerat byggbolag med fokus på billigare lägenheter	22,2	10,3	6,4	3,5%	4,5%	RUB	1,8%
Rushydro GDR	4,0%	7 722	Världens största noterade vattenkraftbolag	6,2	8,0	6,4	0,9%	6,6%	USD	7,6%

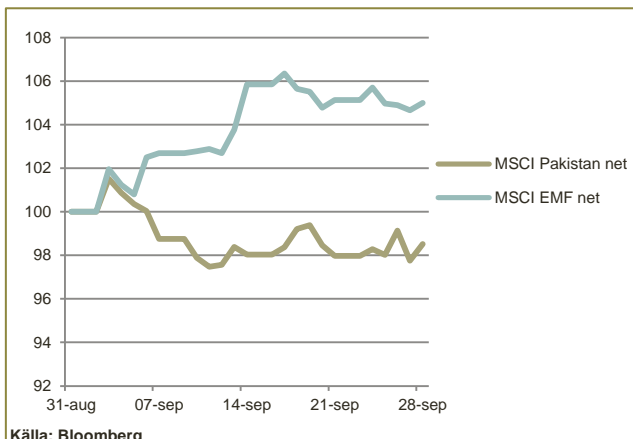
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev augusti 2012 - Tundra Pakistanfond

Marknaden

MSCI Pakistan net föll 1,5% (SEK) under månaden, jämfört med MSCI EMF net som steg 5,0%. Den pakistanska rupeen försvagades 1,2% mot kronan och 0,2% mot USD under månaden. Den genomsnittliga dagsomsättningen var i princip oförändrad jämfört med augusti på USD 44 miljoner.

Diagram 7: Marknaden vs tillväxtmarknader



Vi såg naturliga vinsthemtagningar efter två månader med tydlig överavkastning jämfört med andra tillväxtmarknader. Sedan årsskiftet är Pakistan upp 20,6% (SEK) jämfört med motsvarande avkastning på tillväxtmarknader (MSCI EMF net) 6,8% (SEK). Utlänningar var nettoköpare med USD 12 miljoner under september, jämfört med USD 20 miljoner (exkl enskilt köp om USD 30 m) i augusti. En viktig drivkraft de senaste månaderna har varit centralbankens sänkning av styrräntan i augusti med 1,5% (från 12% till 10,5%) Sänkningen förklaras mot bakgrund av lägre inflation (8,8% i september jämfört med 12,3% i maj). Det mest sannolika är dock att inflationen till följd av minskande baseffekt kommer börja röra sig uppåt mot slutet av året, mest sannolikt redan i november.

Dessutom har diskussioner med IMF inletts. IMF är notoriskt hårda med räntepolitiken. Vi tror således att räntesänkningstemat närmar sig sitt slut. På kort sikt har bankerna lidit av räntesänkningarna. Sektorn har gått väsentligt sämre än marknaden från 31 juli till dags datum. Största banken i börsvärde MCB Bank har endast tappat 3% mot marknaden, men det är på grund av inflöden till sk frontier markets (gränsmarknader) den senaste månaden. MCB Bank är det pakistanska bolag som har näst högst (Efter OGDC) vikt i MSCI Frontier Markets index som är den vanligaste mallen för de börshandlade fonder som erbjuds inom området gränsmarknader. En av våra favoritbanker, United Bank har tappat 20% relativt marknaden sedan

sista juli. Allied Bank har tappat 11%, Habib Bank 8% och National Bank har tappat närmare 10%. Vi tror det finns förutsättningar för att bankernas relativutveckling blir något bättre framöver, något som fonden positionerat sig för. Under oktober inleds även rapportssäsongen. För flertalet bolag är det rapporter för första kvartalet (flertalet bolag tillämpar som räkenskapsår 1/7—30/6) medan för en del bolag är det rapporter för det tredje kvartalet. Rapportperioder tenderar innebära högre handelsaktivitet på marknaden.

Politik – NRO och val i maj istället?

Inom politiken gick regeringen något oväntat med på att skriva det efterfrågade brevet till schweiziska myndigheter för att möjliggöra utlämnande av uppgifter angående eventuella bankkonton innehavda av president Zardari. Mer väntat är att en slutlig version av detta brev ännu inte offentliggjorts och tillika är det oklart huruvida något brev någonsin kommer skickas. Interrimsregeringen, som är en koalition av alla i parlamentet ingående partier, är tänkt att ta över makten 3 månader innan valet hålls. Detta för att säkerställa att parlamentvalen som skall hållas under våren blir rättvisa. Detta typ av demokratiska verktyg är kanske något som en del västländer med historia av dispyter kring valresultat borde överväga. Angående de kommande parlamentsvalen har diskussioner i media på sistone gjort gällande att de kan komma att fördröjas några månader. Enligt pakistanska konstitutionen måste ett maktskifte ske inom 60 dagar från det stipulerade 5-års mandatet. Nuvarande 5-års mandat för parlamentet går ut i mars. Således blir den absolut senaste tidpunkten för ett nytt parlament i maj månad. Den exakta tidpunkten för valet vet vi när interrimspremiärministern utnämns. Från denna tidpunkten måste nya val hållas inom 3 månader.

Makro - Tillfälligt uppsving i handeln med Kina?

Pakistan uppvisade ett bytesbalansöverskott på USD 1,24 mdr under september, mycket förstås tack vare erhållande av USD 1,12 mdr i återupptaget militärt stöd från NATO. Även justerat för det militära stödet var siffrorna dock oväntat bra. Oljeimporten var upp 3 procent på årsbasis. Det mest intressanta var den till synes oväntat låga exportminskningen av bomullsprodukter. Bomullspriset var under perioden drygt 25 procent lägre än motsvarande år samtidigt som oljepriset var i det närmaste oförändrat. Anledningen till att bomullsexporten var så pass stark är en kraftig efterfrågeökning från framförallt Kina. Det är specifikt garn som sett en betydande efterfrågan.

Månadsbrev september 2012 - Tundra Pakistanfond

Garnexporten till Kina steg drygt 40 procent på årsbasis och förklaras med att kinesiska garnproducenter, mot bakgrund av höga inhemska bomullspriser i Kina, förlorat i konkurrenskraft. Vi får se om detta är en tillfällig exportökning eller om det som ser ut att vara en tillfällig utbudslösning kan leda till att en mer beständig affärsrelation etableras.

På temat ökad handel och möjliga framtida direktinvesteringar har flera av våra lokala kontakter beskrivit en tydligt ökad aktivitet bland utländska delegationer. Såväl ryska som kinesiska delegationer har den senaste tiden varit på besök. Den kommande privatiseringen av statligt ägda Pakistan Steel Mills är en möjlig delförklaring.

Stora-Enso och Packages i samriskföretag

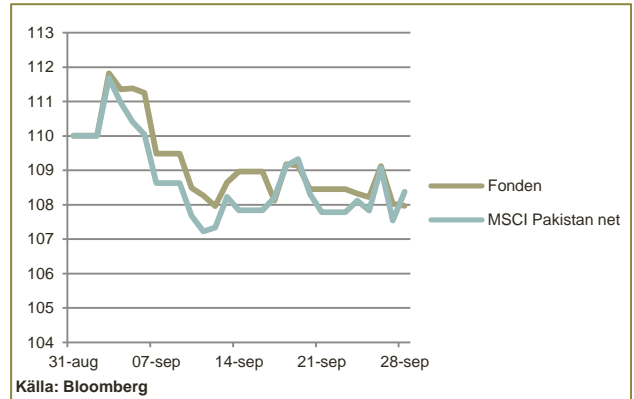
Ett av än så länge sällsynta tillkännagivanden av utländska direktinvesteringar kom från Svensk-finska Stora-Enso under månaden. Stora-Enso investerar i ett samriskbolag med ett av fondens innehav, Packages, i en del av Packages produktionsanläggningar. Den inledande informationen kring samriskprojektet gör gällande att Stora Enso inledningsvis tar ett ägande motsvarande 35% som sedermera, givet vissa förutsättningar uppfylls, kan ökas till 50%. Stora-Enso investerar inledningsvis omkring USD 60 miljoner. Därtill tillkommer investeringar från båda parter på totalt USD 130 miljoner under kalenderåren 2013 och 2014 i proportion till ägande. Baserat på omsättningsuppskattningarna för 2012 konstaterar vi att Kasurverket och Karachifabriken som inkluderas i samriskbolaget utgör omkring 40-50% av Packages totala omsättning. Stora Enso äger sedan lång tid tillbaka omkring 7% av Packages så parterna känner varandra väl.

Packages har faktiskt en svensk bakgrund. Bolaget startades 1956 som ett samriskbolag mellan Åkerlund & Rausing och Ali Group of Pakistan. Ett par år tidigare hade Ali Groups ägare varit i Stockholm och på plats sett den snillrika tetrapaken. Han gick helt sonika och ringde på hos bröderna Rausing och påpekade att detta var någonting som behövdes i Pakistan. Några år senare startades Packages och har sedan dess varit en av Pakistans ledande tillverkare av förpackningar. Bolagets strategi om samarbeten i utbyte mot ägande har varit framgångsrikt. Bl a äger man idag 8% av Pakistans näst största bolag, Nestle Pakistan. Bara denna post aktier är för övrigt värd knappt USD 200 miljoner. Hela Packages har idag ett börsvärde på omkring USD 120 miljoner och bolaget har en nettoskuld på omkring USD 110 miljoner.

Fonden

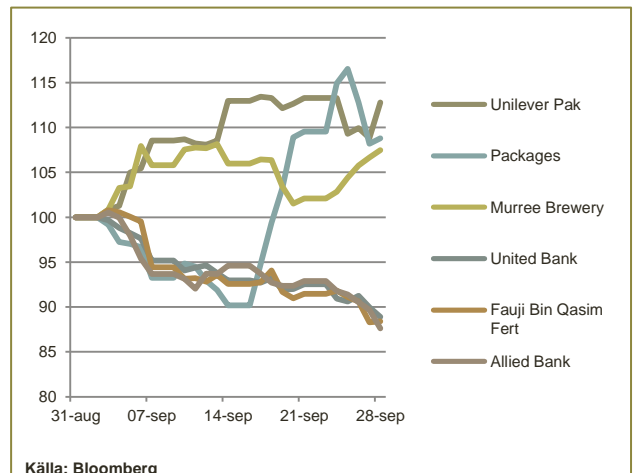
Fonden föll 1,9% (SEK) under september, jämfört med marknaden som föll 1,5%.

Diagram 8: Fonden vs marknaden



Vi såg ett tilltagande intresse i konsumentorienterade bolag, en sektor även fonden ökat i. Fonden bästa positioner (SEK) var Unilever Pakistan +13% och Packages +9% (Läs mer om Packages ovan). Sämsta positioner var Allied Bank -12% och Fauji Bin Qasim Fertilizer -12%. Våra bankpositioner har tyngt utvecklingen de senaste månaderna. Med slutet på räntesänkingscykeln maximalt 6 månader bort tror vi det värsta är taget i kurserna. Vi har adderat två nya aktier i sektorn (båda bland de tio största aktörerna) under månaden. Vi ökade även vår position i Packages i direkt anslutning till nyheten om samriskprojekt med Stora-Enso. Vi har även ökat vårt ägande Pakistan Telecom ytterligare. Vinstprognoserna kommer skrivas upp kraftigt de närmaste månaderna tror vi (se föreg. månadsbrev). Fonden har även gjort en första investering i hälsovårdssektorn. Vi berättar mer om detta i ett senare månadsbrev.

Diagram 9: Bäst och sämst september (SEK)



Månadsbrev september 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 (SEK)	Noterings valuta	Förändr. 1 mån (lokal valuta)
				FY2011A	FY2012E	FY2013E				
National Bank of Pakistan	7,3%	857	Pakistan's näst största bank, fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning.	4,7	4,5	4,3	15,1%	-5,7%	PKR	-4,6%
Pakistan Telecom	6,6%	772	Pakistan's "Telia". Äger även mobilteleoperatören Ufone med 21 miljoner abonnenter.	9,3	10,4	5,9	9,0%	6,3%	PKR	7,5%
MCB Bank	6,4%	1804	Pakistan's fjärde största bank, högst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%.	8,1	8,2	7,9	6,7%	-1,3%	PKR	-0,2%
OGDC	6,3%	8135	Pakistan's största olja- och gasbolag	11,7	8,3	7,3	9,0%	-1,1%	PKR	0,1%
Lucky Cement	4,1%	454	Pakistan's största cementbolag. Gynnas av utbyggnad av infrastruktur.	11,3	6,3	5,2	4,3%	-2,7%	PKR	-1,6%
Fauji Fertilizer Bin Qasim	4,0%	352	Gödselbolag med produktion av bl a Urea och DAP. Majoritetsägt av Fauji Fertilizer. Billigaste gödselbolaget i nuläget.	3,3	6,0	5,3	33,8%	-11,6%	PKR	-10,6%
Hub Power	3,9%	572	Pakistan's största kraftbolag, hög direktavkastning	9,6	7,1	6,8	13,1%	-7,0%	PKR	-6,0%
National Foods	3,9%	109	Pakistan's "Kraft Foods". Ledande matvaruproducent. Brett sortiment. Allt från kryddor till färdiglagad mat	44,8	17,7	14,7	2,2%	5,3%	PKR	6,5%
Engro Foods	3,7%	558	Pakistan's "Unilever" eller "Wim-Bill-Dann", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag, framförallt förpackad mjölk.	106,6	25,2	16,6	0,0%	-3,5%	PKR	-2,4%
Nishat Mills	3,6%	210	Pakistan's största textilproducent. Äger även en betydande aktieportfölj	10,2	4,7	3,8	5,9%	-2,1%	PKR	-1,0%

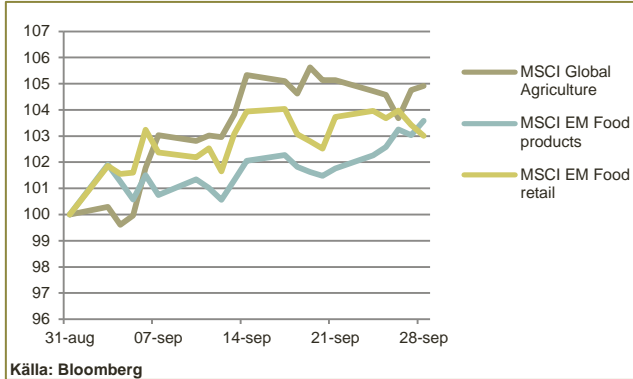
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev september 2012 - Tundra Agri & Food

Marknaden

MSCI Emerging Markets Food Retail Index (SEK) steg 3,0% under månaden medan MSCI Emerging Markets Food Products Index steg 3,6% (SEK) och MSCI Global Agriculture Index steg 4,9%. Svenska kronan stärktes 1,0% mot USD under månaden.

Diagram 10: Marknadsutveckling september (SEK)



Medias fokus på matpriser har ökat succesivt sedan sommaren mot bakgrund av de höga priserna på bland annat majs, soja och vete i USA. Det har till och med gått så långt att svenska kvällstidningar har "ökade kostnader för LCHF diet" på löpsedlarna.

Nyligen har även ARLA höjt sina inköpspriser på mjölk och ost. Under sommaren hänvisade de till låga världsmarknadspriser och att de inte kunde höja sina priser. Nu höjer de enligt Sveriges Radio priserna med omkring 4%. Vidare förnekar Axfood fortfarande att det kommer bli några synbara höjningar av matpriserna i Sverige. Deras prognos är 1% matinflation för 2012.

Vår bedömning är att priserna kommer att stiga mer framöver. Om inte under innevarande år så under 2013. Den starka kronan har definitivt hämmat prisuppgången i Sverige då nästan 50% av våra livsmedel importeras. Sedan början av juni då prisuppgången på spannmål påbörjades i USA har svenska kronan stärkts 7,5% mot amerikanska dollarn. Detta har varit mycket gynnsamt för våra importpriser.

Vidare finns en tydlig tidsmässig fördröjning av prisutvecklingen. Först stiger spannmålspriserna vilket innebär ökade kostnader för matproducenter. Sedermera förs prishöjningarna vidare till grossister och detaljister. I varje steg finns en fördröjning. De stora producenterna har även mer långsiktiga avtal om leverans av foder m m vilket gör att priset på världsmarknaden inte omedelbart slår igenom.

Om vi blickar utanför Sverige så är det även här ett stort fokus på stigande matpriser. De globala matpriserna har stigit den senaste perioden men inte lika mycket som vissa enskilda spannmålsprodukter. FN-organet FAO

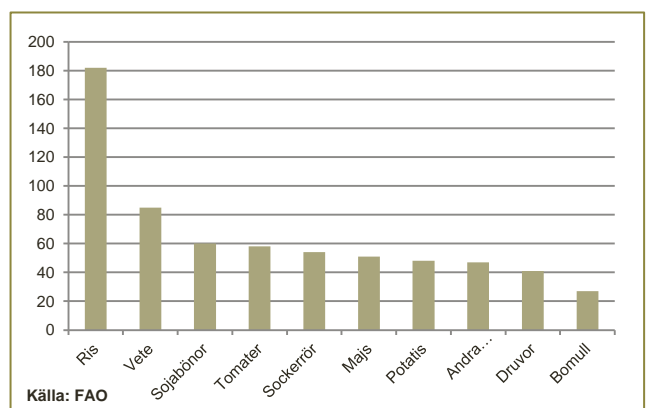
publicerar ett prisindex som ska avspegla en generell prisnivå för mat. Vikten i index är 35% kött, 17% mejerivaror, 27% spannmålspriser, 14% vegetabiliska oljor samt socker 7%.

Diagram 11: FAO matprisindex



De globala matpriserna närmar sig nivån för sommaren 2008 men är fortfarande 10% under nivån från inledningen av 2011. Amerikanska och brittiska köttproducenter har gått ut i media och flaggat för prishöjningar framöver. Med stor sannolikhet fortsätter således framförallt köttpriserna upp. I Storbritannien talar grisuppfödarnas intresseorganisation om "baconbrist". En viktig förklaring till att FNs matindex inte är högre är att rispriset varit mer eller mindre oförändrat under året. Ris är världens absolut viktigaste gröda i värde räknat.

Diagram 12: Största grödorna i världen (mdr USD)



Ovan får representera en beskrivning av nuläge vad det gäller matpriser. Blickar vi framåt så tycker vi det finns anledning att tro priserna kan fortsätta stiga. Det amerikanska jordbruksdepartementet, USDA, har lyckats lugna råvarumarknaden i Chicago. Spotpriserna för majs och sojaböner har kommit ned sedan

Månadsbrev september 2012 - Tundra Agri & Food

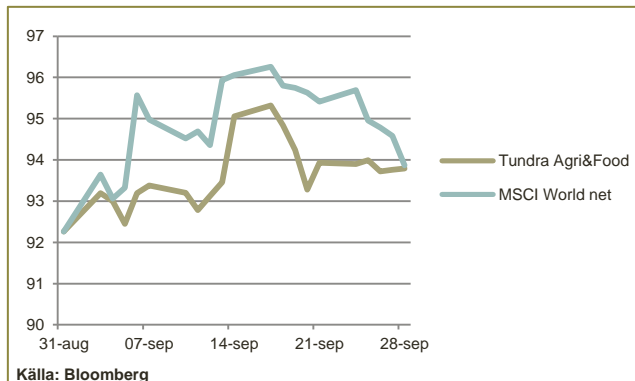
toppnivåerna i augusti. USDA har i sina rapporter menat att de höga priserna kommer att hämma efterfrågan och därmed ska lagernivåerna vara tillfredsställande även vid årets slut. Men lagerrapporterna som offentliggörs talar ett annat språk. Efterfrågan sjunker inte alls så kraftigt. Både för foder och etanol så visar det sig att efterfrågan är relativt konstant trots prisuppgångarna.

Vid några tillfällen har också priserna stigit när lagernivåerna rapporteras. Vi återupprepar risken för att vi kan få se nya rekordnivåer på spannmål senare i år när det blir allt tydligare hur låga lager som finns. Under de senaste 30 åren har de genomsnittliga lagren varit 95 dagars konsumtion. USDAs nuvarande prognos är 69 dagars lager. Känsligheten för deras antaglen om fallande efterfrågan är stor. Det finns en klar risk att vi i slutet på detta år eller början av nästa år kommer ha de lägsta lagernivåerna av spannmål på 40 år.

Fonden

Tundra Agri & Food steg 1,7% (SEK) i september vilket var i linje med MSCI World (SEK) medan MSCI Emerging Markets (SEK) steg 5,0% under samma period.

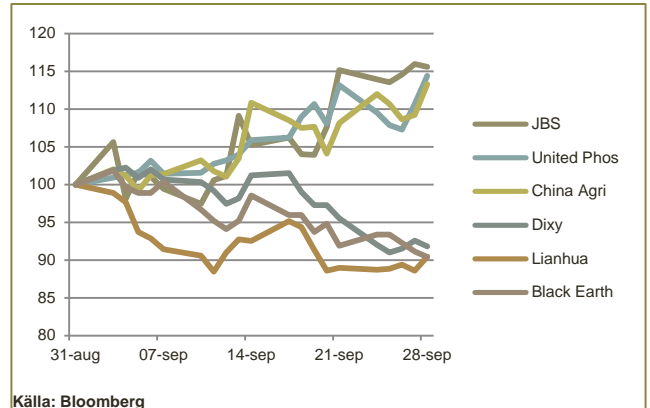
Diagram 13: Fonden vs marknaden



Vid månadens slut ägde fonden 38 aktier från 15 länder. Ryssland (24%) Brasilien (18%) och Kina (17%) är de tre länder fonden har störst exponering mot.

Bäst utveckling i SEK under månaden uppvisade JBS (+16%), United Phos (+15%), China Agri (+13%) och Cosan (+13%). Sämst utveckling uppvisade Black Earth farming (-10%) Lianhua (-10%), Dixy (-8%) och Alpcot (-6%).

Diagram 14: Bäst och sämst under september (SEK)



Mot bakgrund av vår marknadssyn ovan så fortsätter vi att ha en stor vikt mot gödselproducenter och markägare. I markägare inkluderar vi rena spannmålsproducenter och integrerade bolag som har egen fågel- och/eller köttproduktion. Med fortsatt höga spannmålspriser så kommer dessa både delsektorer att gynnas. Under månaden utvecklades dock både Black Earth Farming (BEF) och Alpcot relativt svagt. I viss mån förklarar av lägre spotpriser på spannmål internationellt. Det vi hör från Ryssland och Ukraina är dock att priserna fortsätter att stiga. Rabatten mellan de inhemska priserna jämfört med de internationella minskar. Utvecklingen i BEF och Alpcot har över en längre tid varit en besvikelse. Inget av bolagen har lyckats höja sina skördar nämnvärt vilket båda bolaget hävdade när de noterades 2006 respektive 2007. Vi gör dock bedömningen att de strukturellt är välpositionerade. De har goda möjligheter att öka sin avkastning per hektar under nästa år i takt med att de höjer produktiviteten. Det i kombination med högre priser än tidigare gör dem båda intressanta som investeringar för 2013.

Vikterna i portföljen har förskjutits något då vi köpt ett nytt bolag, Agrinos (läs mer nedan), med vikt på ungefär 4% och som hamnar i kategorin "övrigt".

Nytt innehav – Agrinos

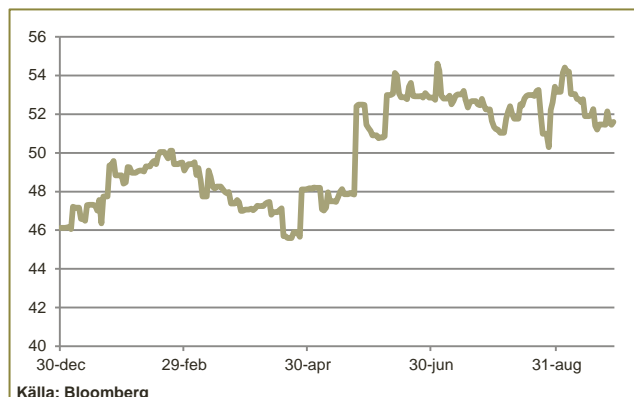
Fonden har sedan mitten av september ett nytt topp fem innehav i bolaget Agrinos. Bolaget säljer ett antal produkter för att höja avkastningen i ett jordbruk. Kortfattat så förstärker Agrinos med biologiska produkter den mikrobiologiska kvaliteten i jorden vilket ökar produktiviteten men också motståndskraften i växterna. Bolaget har inte patent på produkterna utan på själva processen av att framställa dem, vilken är tekniskt komplicerad. Huvudprodukterna produceras av

Månadsbrev september 2012 – Tundra Agri & Food

skaldjursrester. Agrinos produkter har visat mycket goda resultat i en mängd olika oberoende tredjepartsundersökningar. I de totalt mer än 1 500 tester som genomfört av Agrinos produkter under 15 år har avkastningen per hektar ökat med 27% i genomsnitt. Från och med innevarande år har försäljningen tagit fart på allvar med störst försäljningsframgångar i Mexiko. Försäljningen under första halvåret var lika stor som under hela 2011. Försäljningen under andra kvartalet var 50% högre än försäljningen under första kvartalet. I augusti köpte Syngenta 3,53% av bolaget i en nyemission. Syngenta är världens största producent av utsäde och bekämpningsmedel. Agrinos kommer att inleda ett samarbete med försäljning via Syngentas kanaler. Den största kommersiella försäljningen sker i Mexiko, men bolaget har påbörjat lansering i bl a USA, Indien, Brasilien och Kina. I våra samtal med Adecoagro, som också är ett av fondens största innehav och är

verksamma inom jordbruk i Argentina och Brasilien, framkom att även Adecoagro har testat flera av Agrinos produkter under den senaste säsongen och kommer utöka dessa tester under nästa säsong.

Diagram 15: Agrinos (SEK)



Tabell 3: 10 största innehav Tundra Agri & Food

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E			förändr		Notering	föändr. 1 mån (lokal valuta)
					FY2011 A	FY2012 E	FY2013 E	Dir. avk. (senast)	. 1 mån (SEK)		
Indofood	Indonesien	4,8%	5 172	Störst på vidareförädlad mat i Indonesien	15,4	14,5	12,8	3,1%	3,1%	IDR	4,6%
Brasil Foods	Brasilien	4,3%	15 094	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojaböner och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien.	8,1	18,7	9,4	0,3%	6,4%	USD	7,4%
JBS	Brasilien	4,3%	9 829	Världens största producent av nötkött. Finns i alla världsdelar utom Afrika. Även betydande kyckling och fläskproducent.	neg	18,0	12,6	0,4%	15,6%	BRL	16,5%
Agrinos	Mexiko	4,1%	351	Säljer och producerar biologisk jordförbättrare.	neg	11,9	3,9	n.a.	-2,9%	NOK	-3,2%
Almarai	Saudi arabien	4,1%	7 466	Största mejeriet i Gulfländerna med nästan 50% marknadsandel på mjölk och yoghurt. Har under senare år breddat verksamheten till bl a juice och andra förädlade livsmedel.	22,5	19,3	16,3	1,8%	-3,6%	SAR	-2,8%
Adecoagro	Argentina	4,0%	1 220	En av världens största privata markägare. Verksamma i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.	21,3	23,4	14,1	n.a.	-1,6%	USD	-0,7%
Black Earth Farming	Ryssland	3,8%	233	Jordbruksföretag, en av världens största markägare.	neg	47,1	7,4	n.a.	-9,6%	SEK	-9,6%
Cosan	Brasilien	3,7%	2 765	Kallar sig "världens största bolag för förnyelsebar energi" Bl a en av världens största producenter av etanol och socker.	17,2	12,2	11,6	1,8%	12,8%	USD	13,9%
China Bluechem	Kina	3,4%	1 048	Ett av Kinas största gödselbolag.	neg	10,3	9,4	3,5%	1,8%	HKD	2,7%
X5	Ryssland	3,1%	5 706	Rysslands näst största livsmedelsdetaljist, enda bolag med dominerande ställning inom alla typer av butiker.	neg	19,2	14,9	n.a.	2,1%	USD	3,1%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder