

TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV OKTOBER 2012

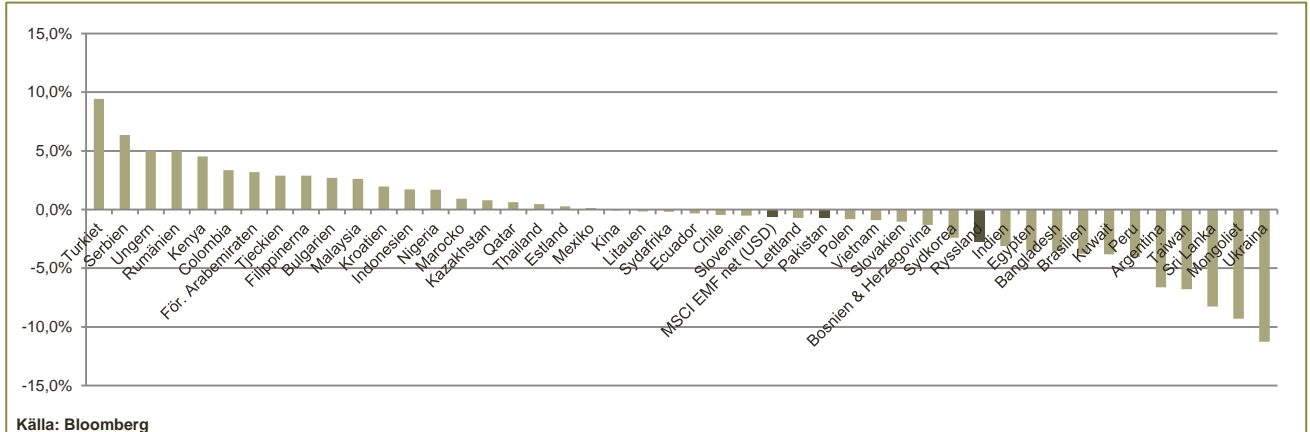


Månadsbrev oktober 2012 - Tillväxtmarknader under oktober

Lugn månad på tillväxtmarknader

Tillväxtmarknader föll 0,6% (USD) under oktober. Kronan försvagades 1,3% mot USD under månaden vilket innebär att månaden i SEK stannade på +0,7%.

Diagram 1: Tillväxtmarknader oktober 2012 (USD)



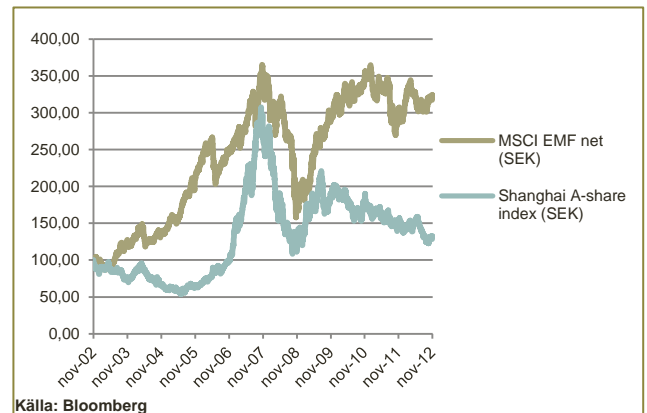
Inget av BRIC-länderna levererade positiv avkastning under månaden. Turkiet ledde utvecklingen inför uppgraderingen till investment grade av Moody's. Ukraina återigen förlorare på rykten om devalvering.

Maktskiftenas månad

Kinas premiärminister Wen Jiabao höll ett mycket optimistiskt anförande 17 oktober där han menade att den kinesiska ekonomin nu stabiliserats och att regeringens mål om 7,5% tillväxt för helåret var inom räckhåll. Detta följdes upp av positivt inköpschefsprisindex för oktober (publ 1 november). Med start 8 november inleds den 18e partikongressen där omkring två tredjedelar av landets ledare skall ersättas. Vi nämnde detta som ett potentiellt orosmoment under våren efter att en förväntad huvudperson, Bo Xilai, tvingats lämna sin politiska roll och inväntar rättegång mot bakgrund av korruptionsanklagelser. Vi konstaterar att marknaden tar maktskiftet relativt lugnt och ett antal namn i förväntade toppositioner har läckt ut. Investerarens huvudoro inför maktskiftet – En dramatiskt förändrad ekonomisk politik – har också minskat där det nu råder en konsensus att Kina kommer göra ett visst skifte från en helt investeringsledd ekonomi mot ökad vikt för privatkonsumtion. Fortsatt god sysselsättning och stark löneutveckling har minskat oron för att ett sådant skifte skulle innebära risk för sociala oroligheter (p g a ev effekter i form av ökad arbetslöshet). Utvecklingen för kinesiska aktiemarknaden, särskilt den inhemska A-aktiemarknaden, kan vara värt att följa. Det är en mycket enkel indikator på kinesernas tilltro till framtiden och således en mycket intressant indikator för tillväxtmarknader som helhet. Tio förlorade år som helhet och de senaste tre åren har varit minst sagt bedrövliga för alla som sparar i Kinafonder. Med det viktiga långsiktiga maktskiftet runt hörnet, en något mer optimistisk statistik i ryggen och – förstås – en bedrövlig

kursutveckling som bas tycks det som ett rimligt tillfälle att fundera på att addera lite Kina till en långsiktig portfölj. På detta område kan vi på Tundra inte hjälpa er. Än.

Diagram 2: Shanghai A-aktieindex vs tillväxtmarknader



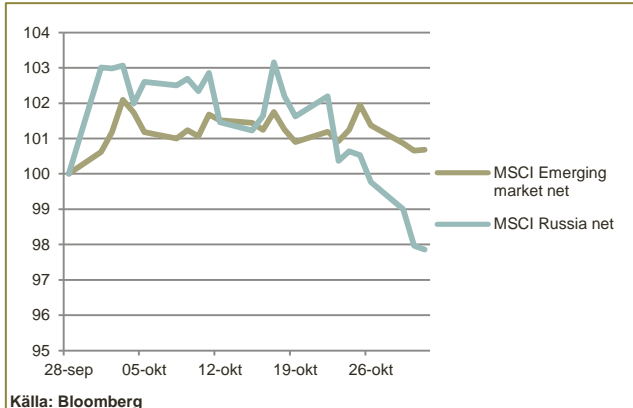
Det andra stora maktskiftet är förstås USA. I skrivande stund (6 november) ger sig snart amerikanerna iväg till valurnorna. Att kandidaterna till synes är axel mot axel under upploppet talar historiskt för den sittande presidenten (Obama). Republikanernas (Romney) mer aggressiva näringspolitik påtalas som potentiellt positivt för börsen på kort sikt. Utanför USA finns dock en viss oro kring de relativt hårda ord Romney anför i frågor rörande utrikespolitik. För Pakistan t ex är sannolikt Obama, trots obefintlig popularitet (Romney föredras faktiskt) ett säkrare val.

Månadsbrev oktober 2012 - Tundra Rysslandsfond

Marknaden

Den ryska marknaden mätt som MSCI Russia sjönk 2,1,% (SEK) i oktober jämfört med tillväxtmarknader (MSCI Emerging Market net) som steg 0,7%. Hittills i år har ryska aktiemarknaden stigit 3,5% medan tillväxtmarknadsindex har stigit 7,5%. USD stärktes 1,3% mot SEK under oktober.

Diagram 3: Ryssland vs tillväxtmarknader (SEK)



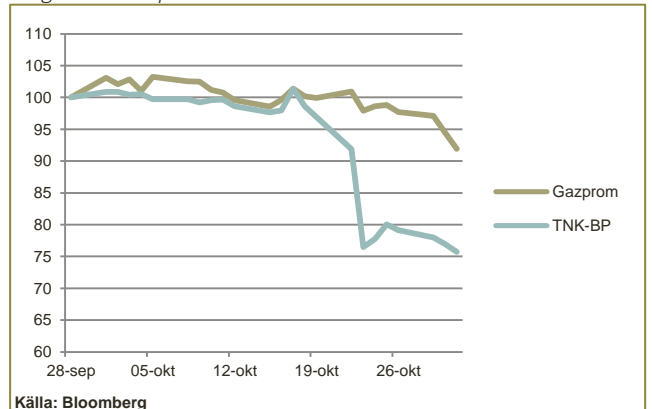
Den dagliga omsättningen på marknaden var 27% lägre än genomsnittet under 2012 och 36% lägre än oktober förra året.

Den ryska marknaden utvecklades i linje med oljepriset under månaden, Brent föll 2% i SEK. Brent avslutade månaden på USD 108,7 men var uppe i nästan USD 116 under första halvan av oktober. Intressant att notera var att skillnaden mellan det globala oljepriset och oljepriset i USAs inland, WTI, ökade ytterligare under oktober då WTI föll 5,2%. Under året har Brent fallit med 2,2% i SEK medan WTI har fallit 15,7% i samma valuta. Skillnaden visar två saker. Efterfrågan på olja är inte så stark som den varit i det land i världen som konsumerar mest och framför allt så visar den att USA fortsätter att öka sin egen oljeproduktion. Vi skrev om detta i en separat artikel förra månaden.

Den största nyheten under oktober var att världens största noterade oljeproducerande bolag numera finns i Ryssland. Rosneft har köpt 100% av TNK-BP International från BP och det ryska konsortiet AAR som ägde 50% vardera. TNK-BP var Rysslands tredje största oljebolag inför affären. Rosneft betalar de ryska ägarna USD 28 mdr i kontanter medan BP får USD 12,3 mdr i kontanter och 18,5% ägande i det nya Rosneft. Rosneft blir ordentligt belånad efter affären med en nettoskuld på drygt USD 50 mdr. Större än de flesta länders valutareserver. Affären har dock fullt stöd av den ryska

regeringen och räntenivån på dessa lån bör ej bli alltför hög. Genom att låna billigare än lönsamhetsnivån i TNK-BP så räknar Rosneft med att affären är positiv för deras resultat per aktie. Dessutom räknar de med kostnadsbesparingar och andra synergier på över USD 3 mdr. Det sammanslagna bolaget ska också kunna utveckla nya oljefält som finns i Rosneft och TNK-BP som de hade haft större svårigheter att utveckla var och en på egen hand. En detalj i sammanhanget är det noterade dotterbolaget TNK-BP Holding som TNK-BP International äger 95% av. Tidigare har detta varit en av de aktier som givit en av de bästa direktavkastningarna i Ryssland. TNK-BP Holding har fallit nästa 25% sedan sammanslagningen genomfördes. Det är osäkert om den tidigare utdelningspolicyn kommer att kvarstå. Rosnefts ordförande och tidigare energiministern Igor Sechin har sagt att Rosneft inte har några planer att för närvarande köpa upp de utestående 5% i TNK-BP Holding vilket också oroar marknaden. TNK-BPs oljetillgångar är bland de äldsta i ryska oljeindustrin. En mycket duktig ledning har kompenserat för detta. Lite mer elaka bedömare säger att situationen i Rosneft är den diametralt motsatta. Detta reser frågetecken för hur lönsam Rosnefts investering kommer vara om ett par år. Tillika reser det frågetecken för situationen för kvarvarande aktieägare i TNK-BP Holding i det fall Rosneft ej lägger ett bud på de utestående 5% man ej äger. Tundra Rysslandsfond äger inga aktier i vare sig Rosneft eller TNK-BP Holding.

Diagram 4: Gazprom och TNK-BP



Gazprom föll 8% under oktober vilket var väsentligt mer än marknaden. Rörelsen kan tyckas lite märklig med tanke på hur låg värderingen av bolaget är. Gazprom värderas till knappt tre gånger årets vinst enligt de 16 analytiker som Bloomberg följer prognoserna för. Den förväntade direktavkastningen är 5,4%. Anledningen till kursnedgången är i vår bedömning att bolaget har tillkännagivit intentioner om ökade investeringar, något som skulle kunna hota utdelningspotentialen i bolaget.

Månadsbrev oktober 2012 - Tundra Rysslandsfond

Eftersom Gazprom konsekvent har ökat belåningen i absoluta termer under de senaste tio åren så vill investerare idag se utdelningar från bolaget. Höga vinster räcker inte om inte aktieägarna får ta del av dem. Emot risken för en sänkt utdelning p g a ökat investeringsbehov ska ställas statens uttalade målsättning att 25% av statliga bolagets vinster skall gå till utdelning, ett uttalande som utdelningsprognoserna i Gazprom i nuläget huvudsakligen bygger på.

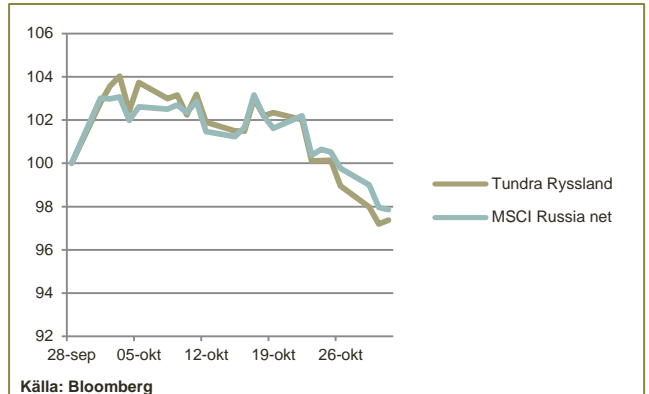
I Asien är gaspriset det högsta i världen. Gazprom vill ta del av den marknaden. För detta behöver bolaget bygga en pipeline till östkusten och bygga dyr LNG anläggning (Anläggningar där gas omvandlas till vätska under stort tryck och därefter kan fraktas i tankers). Detta är kostsamma investeringar och det tar flera år innan de genererar några intäkter. Deutsche Bank t ex uppskattar investeringarna för att nå den asiatiska marknaden till USD 33 mdr och att nuvärdet på investeringen med ett avkastningskrav på 8,5% är USD -15 mdr eller 12% av Gazproms marknadsvärde. Detta skulle kunna hämma Gazproms utrymme för utdelning.

Gazprom borde dock kunna spara på andra investeringar i andra delar av bolaget och behålla utdelningspotentialen. Det är gott om gas i europeiska Ryssland. Varje ryskt oljebolag har gas som de inte vet vad de ska göra av, Novatek som är den största privata gasproducenten ökar snabbt sin produktion. I Västeuropa utvecklas efterfrågan på gas försiktigt efter den ekonomiska tillbakagången de senaste åren. Från januari till oktober har Gazproms försäljning på export minskat med 7,4%. Visserligen har det varit varmare än normalt men det visar också att efterfrågan är relativt svag. Kombinationen av överskott på gas i Ryssland och minskad efterfrågan i Västeuropa borde innebära att Gazprom har mycket stor överkapacitet. Vi träffade dem nyligen i Stockholm. Då menade de att de har en överskottskapacitet idag på drygt 20%, men det är antagligen i underkant. Med andra ord så borde investeringsbehovet för Gazprom i europeiska Ryssland kunna minskas kraftigt, det finns dock inga indikationer på att Gazprom tar till sig detta för närvarande. Tvärtom så investeras stora pengar i arktiska projekt som är enormt dyra samtidigt som det är tveksamt om gasen behövs de närmaste 10-15 åren.

Fonden

Tundra Rysslandsfond föll 2,6% (SEK) under oktober månad, jämfört med marknaden (MSCI Russia net SEK) som föll 2,1% under samma period.

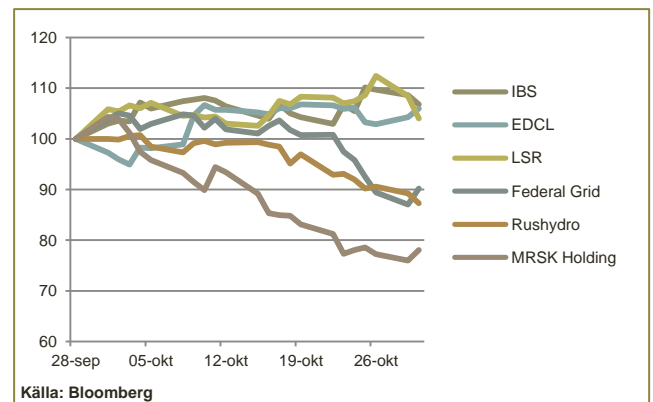
Diagram 5: Fonden vs marknaden (SEK)



Under 2012 har Tundra Ryssland fallit med 0,7% jämfört med marknaden som har stigit 3,5%.

Bäst utveckling (SEK) under månaden i fonden uppvisade IBS (+6%) EDCL (+6%), LSR lokala (+5%), VTB (4%) och MTS lokala (1%). Sämst utveckling uppvisade MRSK Holding (-21%), Federal Grid (-11%), Rushydro (-10%) och X5 (-9%).

Diagram 6: Bäst och sämst oktober månad



EDCL såldes de sista dagarna i oktober då vi tyckte aktien nått en hög värdering även om bolaget är välskött och har goda framtidsutsikter.

Bidraganalysen för månaden visar att energisektorn stod för 0,9% och informationsteknologi för 0,3% av meravkastningen medan fonden tappade 1,1% i kraftsektorn och 0,5% i konsumentvaror. Övriga avvikelser var mindre än 0,3% per sektor under månaden.

Vi har i tidigare månadsbrev argumenterat för vår position i kraftsektorn. I månadsbrevet för augusti visade vi hur kraftindex har utvecklats i förhållande till

Månadsbrev oktober 2012 - Tundra Rysslandsfond

ryska marknaden. Kraftsektorn har gått sämre än index i 3 år i rad. Tesen från början av 2012 var att sektorn skulle omvärderas efter presidentvalet, då sektorn fick "hålla igen" diverse tariffhöjningar under första halvåret 2012 för att uppvisa en så låg inflation som möjligt före valet. Sedan dess har nya orosmoln seglat upp. Den före detta energiministern Igor Sechin ville slå samman Federal Grid och MRSK Holding och samtidigt tillse att Rosneftgaz där Igor Sechin är VD fick ett stort ägande i bolaget. Under oktober kom ett antal positiva nyheter. Den nye energiministern Alexander Novak har lyckats avstyra en sammanslagning mellan de båda distributionsbolagen Federal Grid och MRSK Holding. Ett statligt managementbolag kommer överta de båda bolagen. Ett eller ett par dotterbolag till MRSK Holding kommer att privatiseras redan nästa år. Vidare sa president Vladimir Putin på samma möte i mitten av oktober att "säkra aktieägarnas rättigheter är en viktig förutsättning för att attrahera nya investeringar. Effektivitet och konkurrenskraft i kraftnätsegmentet behöver höjas genom att minska investeringar per enhet, genomföra energieffektivitetsprogram och minska elförlusterna". För sektorn är detta ett bra uttalande från presidenten som vi inte sett på länge. Vidare så har energiministern sagt att ekvationen låga tariffer och ett modernt elsystem utan privata investeringar inte är möjligt. Ryska staten kommer inte att ha råd att förnya hela sitt elsystem utan investeringar från den privata sektorn. På kort sikt har dock det motsatta skett. Eftersom tariffhöjningarna varit låga i år så genomför både MRSK Holding och Rushydro nyemissioner. Båda besluten har varit negativa för aktiernas kursutveckling och det är sannolikt att endast staten kommer delta i nyemissionerna som sker på högre kurs än var aktierna i nuläget handlas på marknaden.

Utsikter för resten av fjärde kvartalet och 2013

Vi har i tidigare månadsbrev berört problemen i den ryska ekonomin. Det har inte skett några reformer efter valet. Regeringen motarbetas delvis av Duman men även av presidentadministrationen i sitt arbete. President Putin har uttalat sig negativt om premiärminister Dmitrij Medvedev. Korruptionen är sannolikt mer omfattande än någonsin tidigare, i allfall i monetära belopp räknat. Kapitalflykten från Ryssland är även den omfattande. Det är en svag tilltro till framtiden och därmed investeringsklimatet. Den ryska diskussionsklubben Valdai, som initierades av president Putin, tog på sitt senaste möte upp en undersökning bland ryssar som har ekonomiska möjligheter över genomsnittet. 68% av de tillfrågade ville att deras barn skulle studera utomlands. 37% av de tillfrågade ville att

deras barn skulle lämna Ryssland för gott. Financial Times citerade en icke namngiven men med epitetet "prominent ekonom" under oktober som sade "Ryssland exporterar olja, pengar och människor".

Det ovan nämnda är välkänt. Om president Putin menar allvar med att göra Ryssland mer investeringsvänligt så är potentialen stor och värderingen låg. Med det sagt så är Ryssland en av de största tillväxtmarknaderna med störst hävstång på global riskapitet. Om investeringsklimatet för aktier förändras något till det mer positiva kommer antagligen den ryska marknaden utvecklas väl. Den ryska aktiemäklaren Troika har jämfört ett stort antal tillväxtmarknaders "hävstång" mot andra marknader under de senaste 10 åren. Den ryska marknaden har den högsta hävstången eller Beta mot tillväxtmarknadsindex på 1,34 gånger. Brasilien har ett Beta på 1,13 mot tillväxtmarknadsindex och har därmed den näst högsta hävstången.

Månadsbrev oktober 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 (SEK)	Noterings valuta	Förändr. 1 mån (lok valuta)
				FY2011A	FY2012E	FY2013E				
Sberbank pref	9,3%	66 148	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	4,5	4,5	4,3	3,9%	0,1%	RUB	-0,3%
Sistema (lokal aktie)	5,3%	7 262	Rysslands "Investor" eller "Kinnevik". Stor ägare i bl a MTS.	9,3	7,9	6,6	1,0%	-2,7%	RUB	-3,0%
Gazprom ADR	5,2%	108 129	Världens största gasbolag	3,2	3,0	3,1	6,1%	-8,1%	USD	-8,9%
MTS (lokal aktie)	5,0%	15 210	Rysslands största mobilteleoperatör	10,1	8,8	8,4	6,1%	1,0%	RUB	0,7%
IBS	5,0%	499	Rysslands största IT-företag	14,8	12,4	7,8	5,5%	6,1%	EUR	4,2%
LSR (lokal aktie)	4,9%	1 932	Vertikalt integrerat byggbolag med fokus på billigare lägenheter	22,6	31,2	10,2	na	4,7%	RUB	4,3%
Lukoil ADR	4,7%	51 417	Rysslands största privatägda oljebolag	4,3	4,4	4,5	3,9%	-1,0%	USD	-1,9%
Etalon GDR	4,6%	1 705	Ett av Rysslands ledande byggbolag	11,6	8,9	6,6	na	-7,1%	USD	-8,0%
Novatek GDR	4,6%	34 614	Rysslands största privatägda gasproducent	18,1	15,5	12,2	0,8%	-2,7%	USD	-3,6%
E.ON Russia	4,4%	5 182	Kraftproducent med EON som storägare	10,7	9,3	8,8	2,3%	-4,9%	RUB	-5,2%

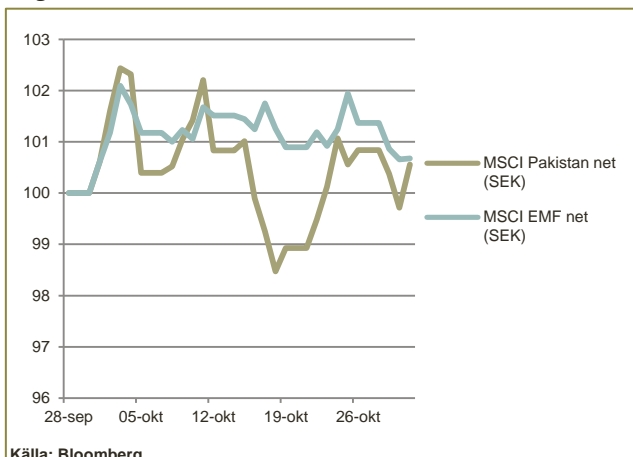
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev oktober 2012 - Tundra Pakistanfond

Marknaden

MSCI Pakistan net (SEK) steg 0,6% under månaden jämfört med MSCI EMF net (SEK) som steg 0,7%. Den amerikanska dollarn stärktes 1,3% mot svenska kronan under månaden.

Diagram 7: Marknaden vs tillväxtmarknader



Tydliga vinsthemtagningar från lokala investerare under inledningen av månaden följdes av relativt starkt utländskt intresse under andra halvan av oktober. Den genomsnittliga omsättningen uppgick till USD 45 miljoner (44 under september) och utlåningar var nettoköpare med USD 38 (12 under september).

Centralbanken sänkte räntan endast 50 punkter den 5 oktober vilket var en marginell besvikelse mot bakgrund av fortsatt sjunkande inflation. Den 2 november kom inflationssiffran för oktober. 7,7% inflation är den lägsta månadssiffran på över 3 år. Årstakten de första fyra månaderna av fiskala året 2013 (myndigheterna har fiskalt år 1/7—30/6) är nu 8,8%. Nästa centralbanksmöte är i början av december. Nuvarande förväntningar ligger på ytterligare 50 punkters sänkning men kommentarerna efter inflationssiffran för oktober talar för att konsensus letar sig mot 100 punkter istället. Som vi tidigare sagt är en viktig förklaring till den kraftigt fallande inflationen en hög baseeffekt från juli-oktober 2011. Inflationen förväntas leta sig uppåt igen mot 10% i slutet av året. Vad som därefter händer med framförallt energipriserna (främst oljepriset) och matpriserna blir avgörande. Avseende marknadens långsiktiga inflationsförväntningar är det intressant att notera att 10-års rupee obligationen på morgonen den 2 november handlades till under 11%, den lägsta nivån på 5 år. Detta är en osedvanligt låg inflationspremie och indikerar att marknaden just nu inte förväntar sig en kraftig uppgång i inflationen de närmaste åren från nuvarande nivåer. Givet att oljepriset direkt och indirekt

utgör omkring 30-40% av konsumentpriskorgen och givet att det finns en tilltagande mängd investerare därute (som t ex Tundra) som tror att oljepriset inte kommer upprepa de senaste tio årens starka uppgång (från USD 20 till USD 110) kan detta vara en möjlig delförklaring.

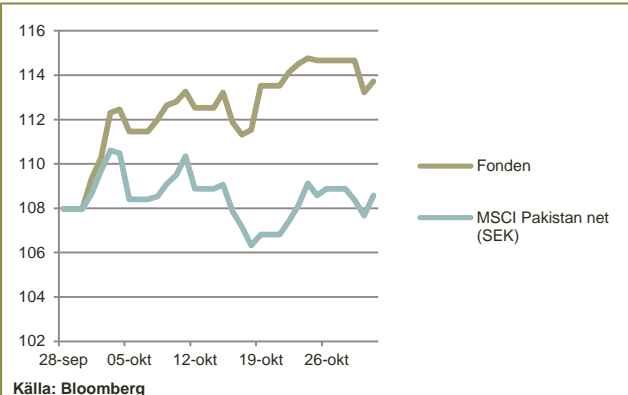
I den negativa vågskålen de närmaste månaderna bör nämnas sannolikheten för fortsatt rupeeförsvagning. Rupeen var oförändrad mot svenska kronan under månaden men försvagades ytterligare 1,3% mot USD. Under november skall ytterligare USD 600 miljoner av lånet till IMF återbetalas. Normalt innebär detta en tydlig försvagning mot USD. På marknaden spekuleras det om 2-3% under november. Vid månadsskiftet maj-juni när senaste större återbetalningen skedde försvagades rupeen drygt 2% inför återbetalningen. En alltmer tilltagande konsensus kring att parlamentsvalet (och tillsättandet av nästa 5 års regering) snarare blir nära maj än, som för ett par månader sedan, under mars månad är också på marginalen negativt. Det innebär sannolikt att ett nytt avtal med IMF (och uppskjutningar av återbetalningar av lån) kan komma på plats först efter valet. Sammantaget är vi dock försiktigt optimistiska. Riskbilden Pakistan står inför är välkänd. 2 månaders försening av parlamentsvalet (och därmed förhandling med IMF) är ett nytt men ändock marginellt moment i den större bilden. Såväl opposition som sittande regering torde ha en fullgod förståelse för den smala väg Pakistan behöver vandra det närmaste året för att inte åter riskera större oro kring valutan. Inflations- och ränteutvecklingen har överraskat positivt. I den positiva vågskålen finns även jokrar såsom de senaste månadernas oväntat starka exportsiffror för textilsektorn och ett förbättrat intresse från utländska investerare. En faktor som kan slå åt båda hållen på kort sikt är förstas oljepriset där ett högre oljepris är negativt för Pakistan och ett lägre positivt med inverkan på såväl betalningsbalansen som inflation.

Fonden

Fonden steg 5,3% (SEK) under månaden, jämfört med MSCI Pakistan net (SEK) som steg 0,6%. Fonden hade en mycket bra månad där ett flertal av våra mer långsiktiga positioner, företrädesvis med inriktning mot privatkonsumtion, utvecklades mycket starkt.

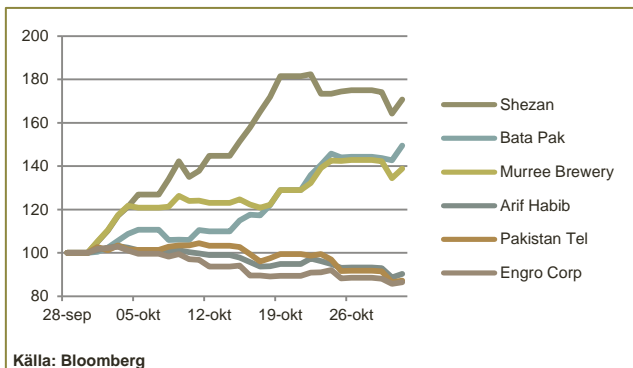
Månadsbrev oktober 2012 - Tundra Pakistanfond

Diagram 8: Fonden vs marknaden



Fondens bästa positioner under månaden (SEK) var Shezan (+71%), Bata Pakistan (+50%) och Murree Brewery (+35%). Sämsta positioner var Engro Corp (-14%), Pakistan Telecom (-13%) och Arif Habib (-9%).

Diagram 9: Bäst och sämst



Fondens övervikt i konsumentorienterade bolag gav under månaden ett tydligt avtryck i utvecklingen. Detta är dock en exponering som i våra ögon bör ses med mycket lång investeringshorisont. Pakistan är en mycket spännande marknad för t ex livsmedelsprodukter. Naturlig konkurrensfördel i termer av mjuka råvaror (frukt, mjölk etc) i kombination med att en väldigt liten andel av allt som konsumeras idag säljs i förpackat format ger intressanta förutsättningar för långsiktig god tillväxt. I nuläget äger fonden 11 bolag inom detta segment som totalt utgör drygt 20 procent av fondförmögenheten. De bolag vi äger är alla marknadsledande eller tillhör marknadsledarna i sina respektive delsegment och varje bolag har i våra ögon en rimlig chans att behålla eller stärka sin position och därmed växa med en i framtiden många gånger större pakistansk marknad för konsumentprodukter. Inte alla av dessa bolag kommer dock att lyckas och oavsett hur väl vi gjort vår hemläxa måste vi ha en ödmjukhet för det faktum att det på förhand kommer vara omöjligt att sia om hur marknaden och dess ledande aktörer kommer se ut om 10 år. Vi har därför valt en relativt

diversifierad portfölj. Bland våra innehav återfinns förhoppningsvis en eller två framtida giganter och då kommer denna positionering ge ett mycket bra tillskott till fondens långsiktiga avkastning.

Mot slutet av månaden valde vi att öka vår exponering mot det egentligen enda riktigt likvida alternativet inom livsmedelssektorn, Engro Foods. Vi har skrivit om bolaget vid ett flertal tillfällen i våra månadsbrev. Aktien hade en fantastisk kursutveckling under inledningen av 2012 men har därefter utvecklats sidledes under ett antal månader. Efter kraftiga kursuppgångar i betydligt mindre likvida Unilever Pakistan och delvis även Nestle Pakistan värderas nu Engro Foods åter med en betydande rabatt mot de större konkurrenterna. Pakistan uppfattas idag inte som en normal marknad. Det är därför naturligt att välkända varumärken såsom Nestle och Unilever hittills har betraktats som någon form av garant för uthållighet. Engro Foods börjar dock växa ikapp. Från att ha varit en minimal spelare för 3 år sedan omsätter bolaget på årsbasis nu omkring 70% av Unilever och 50% av Nestle. Engro Foods kan inte längre betraktas som en liten uppstickare. Vidare. I en marknad som fördjupas med ökat deltagande från utlänningar kommer likviditetsparametern bli allt viktigare tror vi. Omsättningen i både Unilever och Nestle är minst sagt begränsad. Unilever har de senaste 30 dagarna omsatt 18 000 dollar per dag och Nestle omkring 10 000 dollar. Det har skett stora transaktioner i båda bolagen genom årens lopp men en investering i dessa bolag får väldigt mycket private equity karaktär. Det är oerhört svårt att komma ur investeringen om man skulle behöva. Engro Foods har under samma period i genomsnitt omsatt USD 1,9 miljoner. Inga stora belopp men ändå tillräckligt för flertalet aktörer. Det finns förstås massor av risker på vägen. Tillväxten kommer bli långt ifrån spikrak, enskilda produktlanseringar kommer floppa osv. Om man som Tundra Pakistanfond för denna typ av bolag tittar 10 år fram i tiden är tillfälliga hack i kurvan mindre intressant.

Tabell 2: Engro Foods, Unilever Pakistan och Nestle Pakistan

	Börsvärde (USD m)	30 d genomsn. oms. (USD m)	EV/Sales		P/E	
			2012p	2013p	2012p	2013p
Engro Foods	555	1,89	1,4	1,1	25,0	16,7
Unilever Pakistan	1320	0,02	2,2	1,9	25,7	21,8
Nestle Pakistan	2272	0,01	2,9	2,5	40,0	33,3

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev oktober 2012 - Tundra Pakistanfond

Tabell 3: 10 största innehav Tundra Pakistanfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E			Dir. avk. (senast) mån (SEK)	förändr. 1 mån (SEK)	Noterings valuta	Förändr. 1 mån (lokal valuta)
				FY2011A	FY2012A	FY2013E				
National Bank of Pakistan	6,6%	876	Pakistan's näst största bank, fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning.	4,9	4,7	4,5	15,1%	3,4%	PKR	3,4%
Engro Foods	6,1%	554	Pakistan's "Telia". Äger även mobilteleoperatören Ufone med 21 miljoner abonnenter.	106,9	25,3	16,6	0,0%	0,3%	PKR	0,3%
OGDC	5,6%	8165	Pakistan's största olja- och gasbolag	11,8	8,4	7,4	4,1%	1,5%	PKR	1,5%
Pakistan Telecom	5,3%	665	Pakistan's "Telia". Äger även mobilteleoperatören Ufone med 21 miljoner abonnenter.	8,1	9,1	5,2	10,4%	-12,9%	PKR	-12,9%
MCB Bank	4,9%	1812	Pakistan's fjärde största bank, högst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%.	8,2	8,4	8,0	6,7%	1,6%	PKR	1,6%
National Foods	4,4%	141	Pakistan's "Kraft Foods". Ledande matvaruproducent. Brett sortiment.	58,6	23,1	18,2	1,9%	30,6%	PKR	30,6%
Lucky Cement	3,8%	484	Pakistan's största cementbolag. Gynnas av utbyggnad av infrastruktur.	12,1	6,8	5,6	4,2%	7,7%	PKR	7,7%
Fauji Bin Qasim Fert	3,8%	382	Gödselbolag med produktion av bl a Urea och DAP. Majoritetsägt av Fauji Fertilizer. Billigaste gödselbolaget i nuläget.	3,7	7,1	5,9	5,7%	9,8%	PKR	9,8%
United Bank	3,6%	961	Pakistan's tredje största bank, duktiga på IR, sannolik beneficiär vid ökat utländskt intresse	6,5	5,3	5,4	2,6%	2,0%	PKR	2,0%
Attock Refinery	3,5%	145	Ett av Pakistan's ledande raffinaderier	6,2	4,9	4,9	3,6%	28,3%	PKR	28,3%

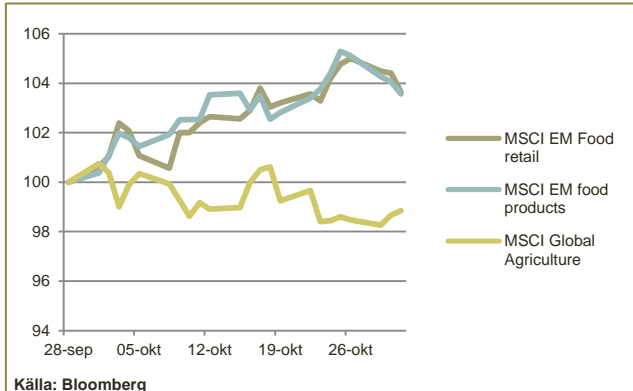
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev oktober 2012 - Tundra Agri & Food

Marknaden

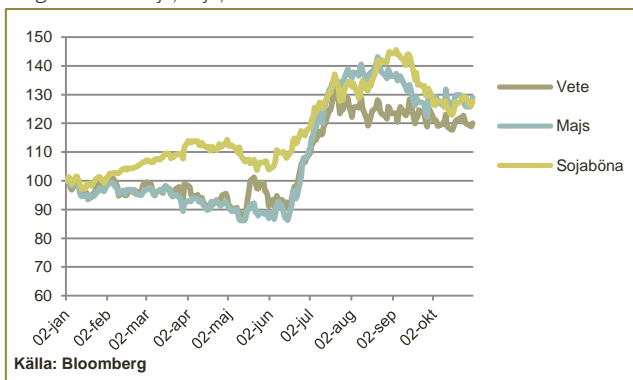
MSCI Emerging Markets Food Retail Index (SEK) steg 3,7% under månaden medan MSCI Emerging Markets Food Products Index steg 3,6% (SEK) och MSCI Global Agriculture Index sjönk 1,2%. Svenska kronan försvagades 1,3% mot USD under månaden.

Diagram 10: Marknadsutveckling oktober (SEK)



Det är fortsatt fokus på matpriser i media. I England har den stora butikskedjan, J Sainsbury, varnat för höga matpriser till jul. Brittiska Cranswick som distribuerar griskött varnar också för högre priser. Amerikanska jordbruksdepartementet, USDA, justerade ner prognosen för utgående lager i majs till den lägsta nivån sedan 1973. Innan nästa skörd på norra halvklotet väntas lagren räcka i 45 dagar. 1973 var lagret 37 dagars global konsumtion.

Diagram 11: majs, soja, vete



I en studie av terminspriserna, det vill säga priserna för spannmål med leverans i framtiden, finns det förväntningar att priserna ska falla ganska kraftigt under det närmaste året. Som exempel handlas majs omkring USD 750 per bushel för närvarande och leverans om ett år är omkring USD 650. Det är liknande för andra spannmål, men intressant är att för bara ett halvår sedan handlades leverans i slutet av 2013 på nivån USD 550. På ett halvår har med andra ord förväntningarna för

leverans i slutet av december stigit med nästan 20%. Det torra vädret fortsätter i de centrala delarna av USA, trots stormen Sandy vid Nordamerikas östkust. Väderleksprognosen för South Plains innehåller ingen nederbörd de kommande två veckorna. I Kanada finns även en viss oro för att det torra vädret ska påverka vårsådden. Detta gäller även den norra delen av prärien i USA. Kinas veteodlingsområden i norra delen av landet fortsätter att vara torra. På vetemarknaden hopar sig orosmolnen för Argentinas och Brasiliens skörd. Lokala estimat ligger på 10 miljoner ton efter sänkningar i veckan, mot 11,5 miljoner ton i USDA:s senaste prognos.

Ukraina har exportstopp för vete för resten av säsongen. Det fanns förväntningar att detta skulle ske i Ryssland men så har icke skett. Det finns två skäl till detta. Dels har Ryssland precis ingått i WTO och det skulle vara "pinsamt" att börja sitt medlemskap med ett exportstopp och dels har Ryssland mycket stora ambitioner för sin jordbrukssektor. Man siktar på att kunna exportera 40-50 miljoner ton vete inom åtta år. Under 2012 t o m oktober har Ryssland exporterat 12 miljoner ton. Det finns skäl att tro att avsaknaden av exportstopp från rysk sida trots höga lokala vetepriser kommer ha en positiv effekt på investeringsviljan i ryska jordbrukssektorn. Det motsatta verkar gälla för Ukraina där det är osäkert hur stor sådden av vintervete blir mot bakgrund av det nuvarande exportstoppet.

Gödselpriserna är dock fortsatt relativt låga trots de höga priserna för spannmål. Det kommer bli intressant att följa när bönder på norra halvklotet ska köpa in gödsel för nästa säsong.

Diagram 12: Urea (Yuzhny, USD/ton)

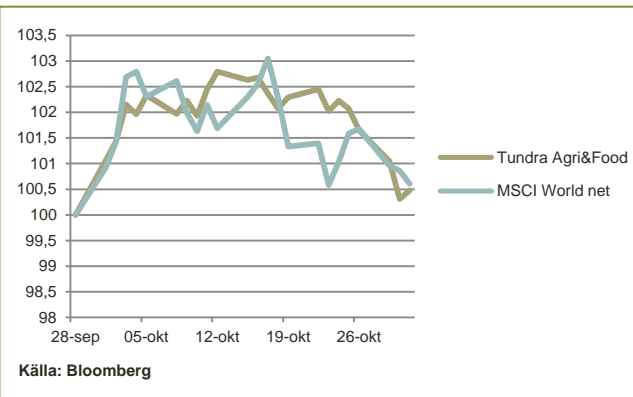


Månadsbrev oktober 2012 - Tundra Agri & Food

Fonden

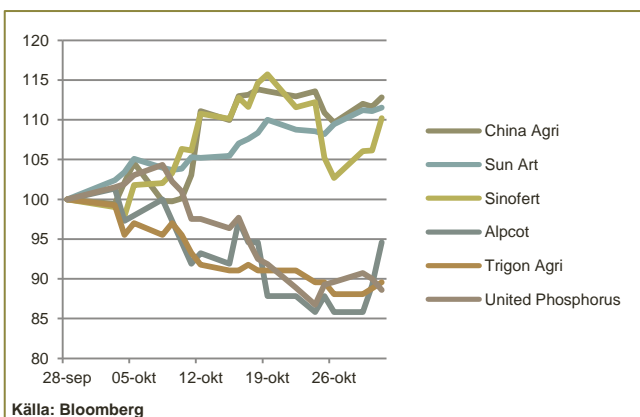
Tundra Agri & Food steg 0,5% (SEK) i oktober jämfört med MSCI World (SEK) som sjönk 0,6% och MSCI Emerging Markets (SEK) som steg 0,7% under samma period.

Diagram 13: Fonden vs marknaden



Vid månadens slut ägde fonden 38 aktier från 15 länder. Ryssland (24%) Brasilien (18%) och Kina (18%) är de tre länder fonden har störst exponering mot. Bäst utveckling i SEK under månaden uppvisade China Agri (+12%), Sun Art Retail (+10%), Sinofert (+9%) och China Blue (+8%). Sämst utveckling uppvisade Alpcot Agro (-14%) United Phosphorus (-14%) Trigon Agri (-13%) och Marfrig (-10%). Den senare annonserade en nyemission för att sänka skuldsättningen vilket var negativt för kursutvecklingen.

Diagram 14: Bäst och sämst oktober månad



Intressant att notera är att de fyra bästa aktierna i fonden under månaden var kinesiska, detta efter svag kursutveckling i Kina sedan fonden startade i februari i år. Månadens förlorare bland våra fem delsektorer i fonden är jordbruksföretag. Intresset för delsektorn har minskat sedan de väldigt höga spannmålspriserna under sommaren backat något.

Black Earth Farmings aktie som är noterad i Stockholm men som äger rysk jordbruksmark var oförändrat trots att bolaget annonserat en nyemission motsvarande en tredjedel av börsvärdet. Anledningen är en affär med Pepsico som kommer stabilisera intäkterna framöver. Pepsico har fram till idag haft problem med att säkra sina leveranser av potatis. Black Earth Farming har testodlat potatis i år och kommer utöka detta kraftigt nästa år. I det treåriga avtalet med Pepsico förbinder sig bolaget att köpa en viss volym av potatis men också socker och solrosor. Totalt förväntas 35% av Black Earth Farmings omsättning 2015 komma från Pepsico. Mot bakgrund av vår marknadssyn att höga spannmålspriser kommer vara höga för en längre tid 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.

Månadsbrev oktober 2012 – Tundra Agri & Food

Tabell 4: 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 (SEK)	Notering svaluta	förändr. 1 mån (lokal valuta)
					FY2011A	FY2012E	FY2013E				
Indofood	Indonesien	4,9%	5 200	Störst på vidareförädlad mat i Indonesien	15,6	14,6	12,9	3,1%	2,4%	IDR	0,9%
Brasil Foods	Brasilien	4,7%	15 984	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojaböner och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien.	8,6	19,8	9,9	0,3%	6,9%	USD	5,9%
JBS	Brasilien	4,3%	9 589	Världens största producent av nötkött. Finns i alla världsdelar utom Afrika. Även betydande kyckling och fläskproducent.	neg	17,6	12,3	0,4%	-1,4%	BRL	-2,2%
Almarai	Saudi Arabien	4,1%	7 385	Största mejeriet i Gulfländerna med nästan 50% marknadsandel på mjölk och yoghurt. Har under senare år breddat verksamheten till bl a juicer och andra förädlade livsmedel.	22,3	19,1	16,1	1,9%	-0,1%	SAR	-1,1%
Agrinos	Mexiko	4,1%	344	Säljer och producerar biologisk jordförbättrare.	neg	11,9	3,9	na	-0,9%	NOK	-2,2%
Adecoagro	Argentina	4,0%	1 113	En av världens största privata markägare. Verksamma i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion. Kallar sig "världens största bolag för förnyelsebar energi" Bl a en av världens största producenter av etanol och socker.	19,4	21,3	12,9	na	-7,9%	USD	-8,7%
Cosan	Brasilien	4,0%	2 861	Jordbruksföretag, en av världens största markägare.	17,8	5,5	12,0	1,7%	3,5%	USD	3,5%
Black Earth Farming	Ryssland	3,8%	229	Rysslands näst största livsmedelsdetaljist, enda bolag med dominerande ställning inom alla typer av butiker.	neg	9,4	3,1	na	-0,4%	SEK	-0,4%
China Bluechem	Kina	3,6%	1 122	Ett av Kinas största gödsel-företag.	neg	11,1	10,1	3,3%	8,0%	HKD	7,0%
X5	Ryssland	3,4%	5 146	Rysslands näst största livsmedelsdetaljist, enda bolag med dominerande ställning inom alla typer av butiker.	neg	17,3	13,4	na	-9,0%	USD	-9,8%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder