

TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV NOVEMBER 2012

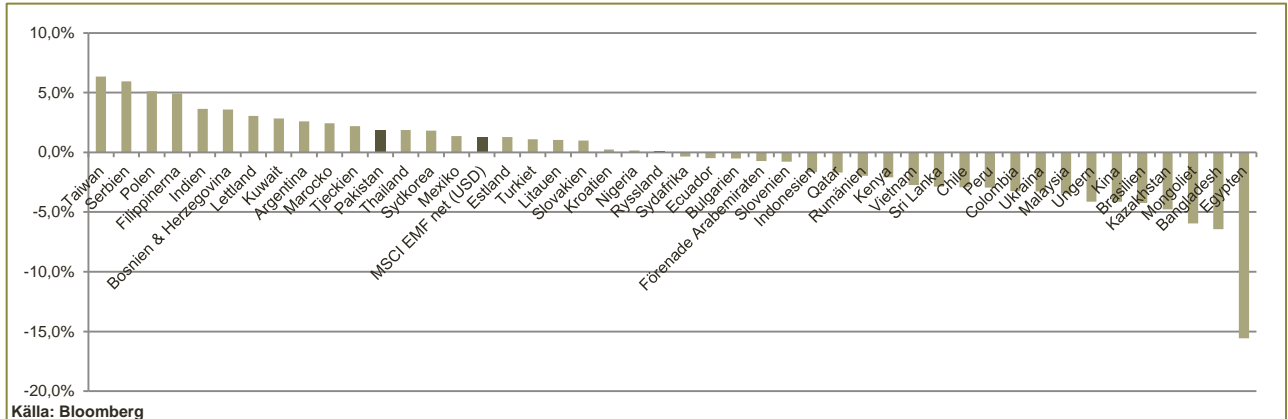


Månadsbrev november 2012 - Tillväxtmarknader under november

Fortsatt stiltje

Tillväxtmarknader steg 1,3% (USD) under november. Kronan försvagades 0,4% mot USD under månaden vilket innebär att månaden i SEK stannade på +1,7%.

Diagram 1: Tillväxtmarknader november 2012 (USD)



Av de större tillväxtmarknaderna levererade Indien bäst avkastning med en uppgång om 3,6% (USD). Egypten föll drygt 15% på fortsatta politiska oroligheter.

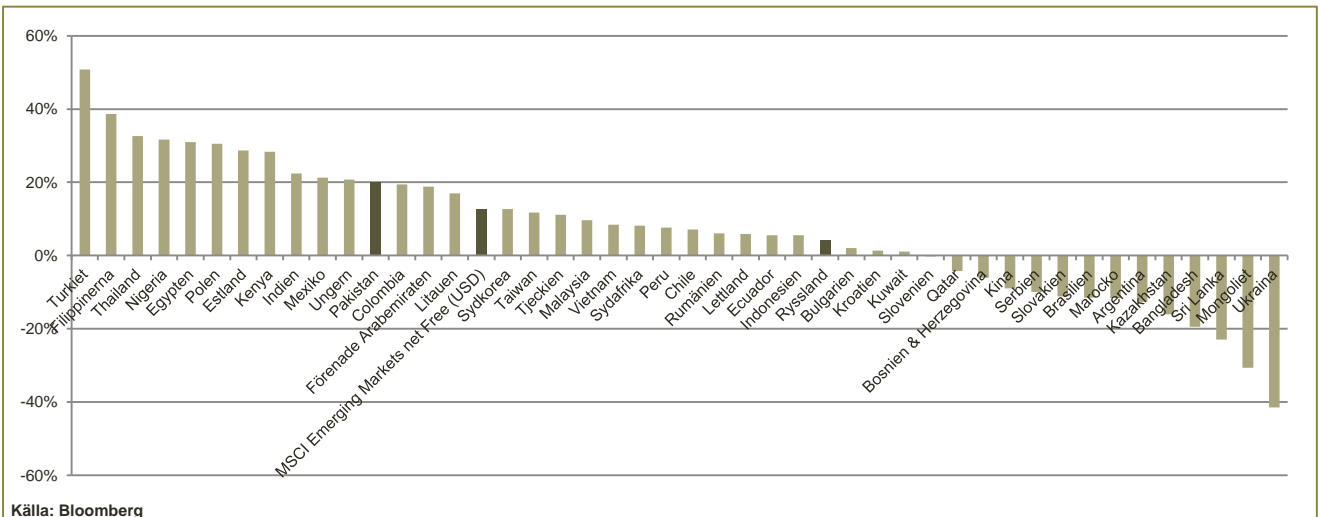
Business as usual

Varken valet i Kina eller USA föranledde några stora rubriker. Som väntat vann Obama i USA och kommentarerna från valet i Kina var begränsade till att några av de mer reforminriktade kandidaterna ej fick plats bland politbyråns numera 7 (tidigare 9) deltagare. Shanghai Composite föll 4,1% (USD) under månaden, varav hälften av nedgången kom efter valet. Dow Jones Index tappade 1% under månaden efter att ha varit ned drygt 4% dagarna efter valet.

Konsensus inför 2013

En genomgång av publikationer kring tillväxtmarknadsstrategier ger vid handen att det väntas fram en konsensus om ett stillastående till marginellt fallande oljepris under 2013. Därtill flirar allt fler strateger med tanken på en mindre investeringsstyrd och mer konsumtionsledd kinesisk ekonomi. Att råvaruimportörer såsom Indien, Turkiet och Thailand – men även Pakistan – återfinns bland årets vinnare är således inte helt överraskande. Vi delar synen om att energipriserna bör vara under fortsatt press de kommande åren (*se separata rapporter från juni samt oktober*). Möjligtvis bör man betänka att detta nu allt mer är konsensus.

Diagram 2: Tillväxtmarknader under 2012 (USD)

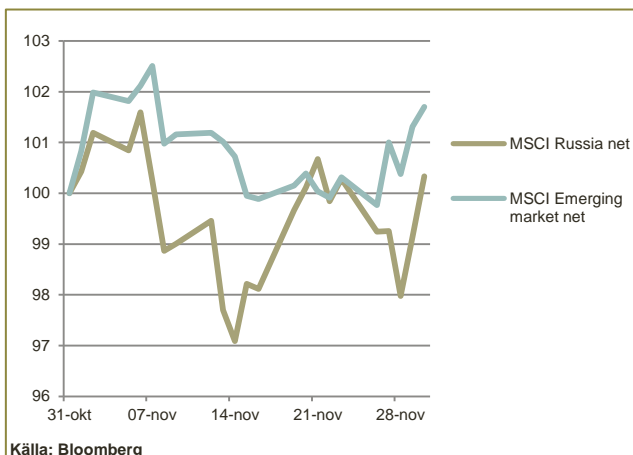


Månadsbrev november 2012 - Tundra Rysslandsfond

Marknaden

Den ryska marknaden mätt som MSCI Russia net steg 0,3,% (SEK) i november jämfört med tillväxtmarknader (MSCI Emerging Market net) som steg 1,7%. Hittills i år har ryska aktiemarknaden stigit 3,8% medan tillväxtmarknadsindex har stigit 9,3%. USD stärktes 0,4% mot SEK under november och rubeln stärktes i sin tur 1,5% mot USD.

Diagram 3: Ryssland vs tillväxtmarknader (SEK)



Tillväxten i Ryssland fortsätter att bromsa in. Under tredje kvartalet var tillväxten 2,9% jämfört med 4,5% under andra kvartalet. Låga investeringar och industriproduktionsökning på begränsade 1,8% i oktober är de främsta förklaringarna. Inflationen var 0,3% i november och 6,5% i årstakt.

Den ryska marknaden utvecklades sämre än oljepriset under månaden, Nordsjöoljan Brent steg 2,8% i SEK. Även metallindex i London, LMEX, var upp 6,3% i SEK under månaden, men inte heller det gav tillräckligt med stöd åt marknaden. Under månaden reviderades de ryska vinstförväntningarna upp 1,5% för den närmaste 12 månadersperioden jämfört med oktober. För tillväxtmarknadsindex var vinstförväntningarna under månaden mer eller mindre oförändrade. Detta innebär att rabatten på den ryska marknaden mätt som P/e-tal ökade i november till 52% jämfört med tillväxtmarknader som genomsnitt, vilket kan jämföras med en genomsnittlig rabatt på 48% under de senaste 12 månaderna. Ryska marknaden har för närvarande ett P/e tal på 5,0 för de närmaste 12 månaderna, vilket kan jämföras med P/e-tal på 10,4 för tillväxtmarknadsindex.

Den viktigaste bolagsnyheten under november var

börsintroduktionen av mobiloperatören Megafon. Aktier för totalt USD 1,7 mdr placerades vilket innebär att det är den största börsintroduktionen i år. En möjlig "fred" mellan huvudägarna i Norilsk Nickel var även ett av månadens huvuddiskussionsämnen, vilket vi återkommer till.

Anders Åslund, bland annat före detta rådgivare till ryska regeringen under 1990-talet då Boris Jeltsin var president, skrev i november en artikel som fick viss uppmärksamhet. Kanske inte så stor uppmärksamhet bland den ryska allmänheten då få läser denna största dagliga engelskspråkiga tidning, men väl inom den finansiella sektorn. Artikelnen heter "How Putin is turning Russia into one big Enron" och går att läsa bl a i Moscow Times onlinetidning. Det är en mörk beskrivning av dagens Ryssland där Anders beskriver vilken typ av strukturer bolag som Gazprom och Rosneft i hans mening är. Artikelnen belyser flera problem vi tidigare har berört i våra månadsbrev, bland annat kring korruption, investeringar som sker utan hänsyn till aktieägarvärden samt alltför stor statlig inblandning. Artikelnen ger lite av ett domedagsperspektiv på Ryssland och den är delvis tillspetsad i sin karaktär, men det finns också delar där vi håller med. I det avsnitt som beskriver sammanslagningen mellan Rosneft och TNK-BP så är det fortfarande vår syn att det framför allt var ambitionen att skapa världens största oljebolag snarare än att skapa världens bästa som var drivkrafter. Att man sedan via finansiell ingenjörskonst kan förbättra vinst per aktie via billiga lån hjälper affären på kort sikt men döljer underliggande problem enligt vår mening.

En glädjande nyhet för Ryssland under november var att man klättrade 10 placeringar i Transparency Internationals korruptionsindex från 143e plats till plats 133. Samtidigt klättrade Georgien från 64e till 51a plats. Analyshuset Rencap har gjort en vidare analys av Transparency Internationals resultat för 2012 då de har justerat indexplaceringen för BNP/capita för respektive land. Det visar sig då att 18 av de totalt 25 länder som är mer korruperade än vad deras BNP/capita indikerar är energiexportörer. Två länder som får mer än 20 placeringar sämre i index än de "borde" enligt deras BNP nivå och som inte är energiexportörer är Italien och Grekland.

Vi har tidigare berättat att den ryska finansiella infrastrukturen förbättras. I november fick ryska VPC sin licens. Med början i januari kommer Ryssland ha ett enda centralt aktieregister jämfört med ett per bolag

Månadsbrev november 2012 - Tundra Rysslandsfond

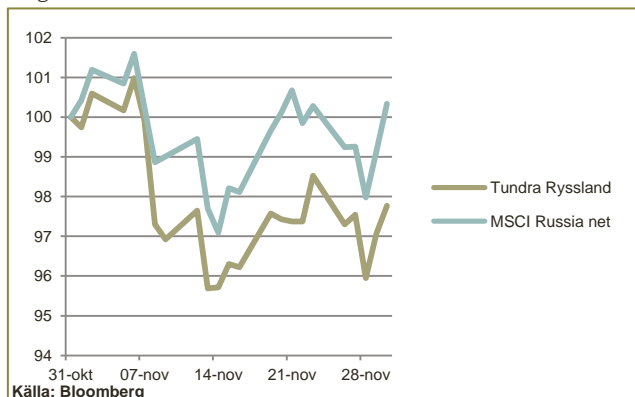
tidigare. Under första kvartalet 2013 ska MICEX göra test handel T+2. En indikation på vad detta kan innebära för intresset för lokala ryska aktier under 2013 ser vi i den ryska räntemarknaden. Ryska statens obligationer i lokal valuta kan, från och med januari, betalas och levereras via Euroclear. Vi ser hur intresset för ryska obligationer redan ökat. Den ryska 10 åringen handlades i 9% första juni och var vid utgången av november nere i 7,2% (har fortsatt att falla i december). Utländska köp av ryska obligationer är antagligen en viktig faktor bakom rubelförstärkningen under november mot dollarn.

Under november har bland annat försvarsministern fått avgå. Ryska Duman har antagit en ny lagstiftning där man på ett helt annat sätt än tidigare har rätt att bevaka vilka andra inkomster än sin tjänst statliga anställda och andra offentliganställda har. Ytterligare personer från den offentliga sektorn har fått avgå under månaden med samma anklagelser. VDn i MRSK Center och Generaldirektören i RosCosmos har avgått. Ansvarige hos Rosavtodor har fått avgå efter anklagelser för att han "misskött" offentliga medel vid vägbyggnation. Optimister talar om en anti-korruptionsvåg på allvar i Ryssland. Andra menar att de som har blivit anklagade har blivit det p g a bristande lojalitet mot makten. Aktiemarknaden har ännu så länge valt att tolka situationen såsom det senare. Det blir intressant att följa utvecklingen. Den vitt spridda korruptionen är den enskilt viktigaste faktorn som hämmar ekonomisk utveckling i Ryssland. Vi återkommer i ämnet när vi kan uttala oss säkrare om utvecklingen.

Fonden

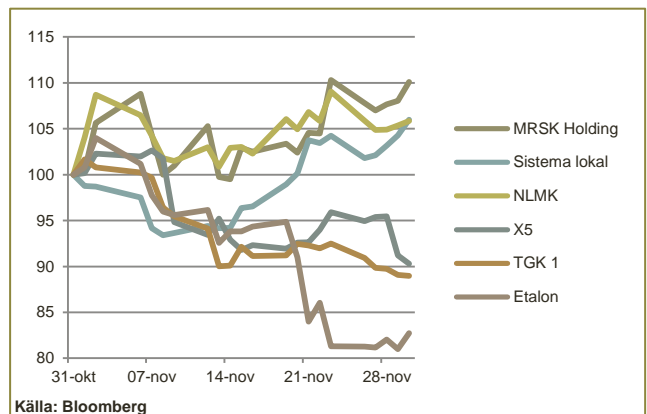
Tundra Rysslandsfond föll 2,2% (SEK) under november månad, jämfört med marknaden (MSCI Russia net SEK) som steg 0,3% under samma period. Under 2012 har Tundra Ryssland fallit med 2,9% jämfört med marknaden som har stigit 3,8%.

Diagram 4: Fonden vs marknaden



Bäst utveckling (SEK) under månaden i fonden uppvisade MRSK Holding (+10%) Sistema lokala (+6%), NLMK (+6%), och Lukoil (5%). Sämst utveckling uppvisade Etalon (-17%), TGK 1 (-11%) och X5 (-9%).

Diagram 5: Bäst och sämst november månad



Bidraganalysen för månaden visar att undervikten i energisektorn var där vi tappade mest avkastning jämfört med marknaden. Av de 2,5% vi tappade mot marknaden under månaden var 1,5% hänförligt till undervikten i energisektorn. Ytterligare 0,8% tappade fonden i finanssektorn. Bästa sektor i fonden var telekommunikation +4%. Sämsta sektor i fonden var konsumentaktier -9% och finanssektorn -3,5%.

Den senare kan jämföras med +0,5% för finanssektorn i index. Den svaga utvecklingen i finanssektorn förklaras av vårt innehav i bostadsbyggaren Etalon (drygt 4% av fondförmögenheten) som föll 17% under månaden. Det har förekommit korruptionsrykten kring bolaget under månaden, något som bolaget kraftfullt förnekade under ett konferenssamtal i slutet på månaden. I nuläget är det tacksamma rykten att sprida givet den pågående osäkerheten avseende vem och vilka som "drabbas" av den pågående "korruptionsutrensningen".

Vi har gjort relativt stora förändringar bland fondens innehav under november. Vi har helt sålt Novatek, Highland Gold och Mostotrest. Novatek är ett bra och välskött bolag, har hög kostnadseffektivitet jämfört med sina konkurrenter men värderingen är hög. Historiskt har det varit motiverat p g a hög tillväxt men under den senaste tiden har en ny faktor seglat upp i analysen av Novatek – konkurrens. Efter sammanslagningen av Rosneft och TNK-BP har ett stort antal gasaffärer genomförts i Ryssland. Nya Rosneft har vunnit nya kontrakt med Inter RAO, IES, EON Russia och Fortum

Månadsbrev november 2012 - Tundra Rysslandsfond

Samtliga dessa kontrakt är skrivna med lägre priser än tidigare (2-11% lägre priser). I en miljö där Novatek inte längre är det enda alternativet till Gazprom utan Rosneft och andra oljebolag dyker upp som möjliga leverantörer riskerar Novateks marginaler pressas. Vi tycker inte bolagets värdering medger utrymme för detta.

I Highland Gold och Mostotrest har vi sålt av andra anledningar. Båda aktierna är billiga utifrån finansiella nyckeltal. Men i båda fallen säljer huvudägaren egna tillgångar till det noterade bolaget. Det är mycket svårt att fastställa vad som är riktiga värderingar när en huvudägare säljer in tillgångar i ett noterat dotterbolag. Att sälja på värderingar som vida överstiger den egna aktien är dålig bolagsstyrning (corporate governance). Sedan nedgången i aktiemarknaden 2008 har bolagsstyrning försämrats i den ryska marknaden. Det gäller även innevarande år. I och med det blir det också en allt viktigare faktor. De bolag som behandlar sina minoritetsaktieägare väl har bättre chanser att få en bra värdering på sina bolag framöver.

Vi har köpt tre nya bolag: Rospadskaya, Rusal och Megafon. De två första aktierna är cykliska, en del av marknaden som utvecklats svagt under året. Generellt tycker vi att förväntningarna på cykliska bolag nu är väl låga. Rospadskaya är Rysslands största kolproducent. Under hösten har Evraz (ett av Rysslands största stålbolag noterad i London och som ägs av Abramovich) köpt ut den tidigare VDn i bolaget. Evraz har köpt aktierna för över 100 Rubel per aktie. När nyheten kom var kursen 80 rubel och föll relativt snabbt ned till 60 rubel. Evraz äger numera 80% av bolaget. Evraz har en hög belåning. Vår tes i investeringen är att aktiemarknaden har tagit nyheten alltför negativt och att Evraz kommer att fortsätta dela ut en stor del av vinsten i bolaget. Vi har även köpt Rusal som är en av världens största producenter av aluminium. Bolaget har en mycket hög belåning vilket bidragit till den negativa utvecklingen i år. Aluminiumpriset i London har varit fallande under året och under november nåddes nivåer där mer än hälften av världens kapacitet säljer med förlust. Rusal äger 25% i Norilsk Nickel där man hittills fått en låg utdelning på sina aktier. Norilsk's andra huvudägare har prioriterat återköp framför utdelning vilket har missgynnat Rusal. Vi har fått tydliga indikationer på att de två huvudägarna i Rusal är på väg att komma överens, vilket kan innebära en högre utdelning för Rusal. Dessutom har aluminiumpriset i London börjat stiga den senaste tiden och bolagets huvudägare har köpt aktier i marknaden.

Megafon är Rysslands näst största mobiloperatör. De

har det mest utbyggda 3G nätverket och har störst andel av mobildatanvändare i Ryssland. Till skillnad från sina konkurrenter Vimpelcom och MTS har de endast verksamhet i Ryssland. För närvarande växer Megafon snabbare intäktsmässigt än de övriga två och har en lägre skuldsättning. Vi förväntar oss en högre värdering och högre utdelning i Megafon än i MTS. Vi behåller dock vår position i lokala MTS som är lägre värderat och sannolikt kommer ge högre direktavkastning än Megafon.

Månadsbrev november 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)	Noteringsvaluta	Förändr. 1 mån (lok valuta)
				FY2011A	FY2012E	FY2013E				
Sberbank pref	8,8%	66 853	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	4,6	4,5	4,3	3,9%	2,7%	RUB	0,6%
Megafon GDR	5,8%	13 051	Ledande mobiloperatör som kontrollerar omkring en tredjedel av den ryska marknaden	9,3	10,9	7,9	6,6%	4,9%	USD	5,3%
LSR Group (lokal aktie)	5,5%	1 892	Vertikalt integrerat byggbolag med fokus på billigare lägenheter	15,5	11,4	7,1	3,5%	-1,6%	RUB	-3,6%
Sistema (lokal aktie)	4,8%	7 650	Rysslands "Investor" eller "Kinnevik". Stor ägare i bl a MTS	7,1	8,1	6,5	1,1%	5,9%	RUB	3,8%
Lukoil ADR	4,8%	53 543	Rysslands största privatägda oljebolag	4,4	4,3	4,5	3,7%	4,7%	USD	4,1%
IBS Group	4,7%	464	Rysslands största IT-företag	14,9	12,0	6,9	5,9%	-6,6%	EUR	-7,2%
MTS (lokal aktie)	4,3%	15 494	Rysslands största mobilteleoperatör	10,2	9,7	8,6	6,4%	2,4%	RUB	0,3%
Gazprom ADR	4,1%	136 797	Världens största gasbolag	2,8	2,8	2,8	6,3%	-2,2%	USD	-2,7%
Etalon GDR	4,0%	1 401	En av Rysslands största bostadsbyggare	8,7	7,3	6,6	0,0%	-17,4%	USD	-17,8%
Rusal	4,0%	9 057	Världens största aluminum	4,7	18,6	9,2	0,0%	9,3%	HKD	8,7%

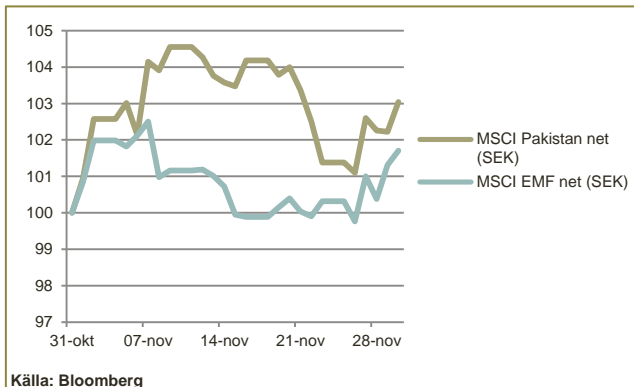
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev november 2012 - Tundra Pakistanfond

Marknaden

MSCI Pakistan net (SEK) steg 3,0% under månaden jämfört med MSCI EMF net (SEK) som steg 1,7%. Rupeen försvagades 0,3% mot svenska kronan samt 0,6% mot USD.

Diagram 6: Marknaden vs tillväxtmarknader



Den genomsnittliga dagsomsättningen steg till USD 53 miljoner, jämfört med USD 45 miljoner under oktober. Utlänningar var fortsatt nettoköpare med USD 34,6 miljoner, jämfört med USD 38 miljoner under oktober.

Mot slutet av månaden tilltog optimismen kring december månads styrräntebesked inför förhoppningar om ytterligare en svag inflationssiffra, denna gång för november. Den 4e december tillkännagavs inflationen för november. 6,9% är 5-års lägsta, drivet av framför allt lägre än väntad matinflation men även återhållsamhet i statligt reglerade bränslepriser. Intressant är att import av grönsaker från Indien för första gången nämns i diskussionerna som påverkande faktor. 50 punkters sänkning ligger i förväntningarna inför styrräntebeskedet 14 december. Ett läger av marknaden har dock framfört tesen att centralbanken förbereder sig för kommande förhandlingar med IMF (för en stram räntepolitik). Givet att diskussionerna med IMF har kommit igång kan man inte utesluta att denna teori är tecken på att centralbankens kommande linje läckt. De som framförallt missgynnats av räntesänkningarna är bankerna. Detta på grund av att lånetillväxten är fortsatt obefintlig och bankerna har under tiden parkerat inlåningen i statsobligationer och statsväxlar. Under slutet av november och inledningen av december har bankerna utvecklats starkt. Det kan förstås vara ett tecken på att centralbanken väljer att avvakta. Samtidigt fortsätter statsskuldväxlar diskontera 50 punkters sänkning. En alternativ förklaring till bankernas styrka är att det inlåningsgolv på 6% som varit gällande det senaste halvåret trots 2% räntesänkning kan komma att modifieras. Det vore inte helt orimligt. Särskilt inte givet

att golvet tagits bort för islamiska konton (knappt 10% av bankernas inlåning).

Rupeen försvagades oväntat lite givet återbetalningar till IMF om närmare USD 600 miljoner under månaden. Vid senaste större återbetalningen i början av sommaren försvagades rupeen drygt 2% i samband med återbetalningen.

Unilever Overseas tillkännagav den 28 november att man avsåg lägga ett bud på utestående aktier i Unilever Pakistan och avnotera aktien. I nuläget äger man strax över 75% av Unilever Pakistan. Det är ytterligare ett positivt tecken på att intresset för Pakistan ökar. Själva budet har vi dock en del synpunkter på, något vi redogör för under beskrivningen av fonden.

Det är väldigt mycket som händer i Pakistan i nuläget. I vårt majbrev talade vi om den risk vi alltid bedömt som den mest överhängande för Pakistan de närmaste åren – en akut kris för betalningsbalansen där Pakistan helt enkelt gör slut på sin valutareserv. Stor energiimport samtidigt som Pakistansk export (begränsningar av framförallt textilimport från utvecklade länder) och avsaknad av direktinvesteringar är problemet. Vår sammantagna bild är att det ser ut som att textlexporten till Kina kommer fortsätta öka i alla fall under inledningen av 2013. I vår resedagbok nämnde vi t ex Nishat Chunian som ökar antalet vävstolar med 40% under 2013 för att tillgodose ökad kinesisk efterfrågan. Tillika noterar vi ett tilltagande intresse från kinesiska investerare för såväl direktinvesteringar som portföljinvesteringar. Vi ser också tecken i energisektorn att Pakistans nya energipolicy kan komma att ge effekter. Enligt den nya energipolicyn dubblas det garanterade avsettningspriset för nyproducerad gas från ca USD 3/mmbtu till USD 6/mmbtu. Det ger även möjlighet för olja- och gasproducenter att lämna in kompletterande utvecklingsplaner för fält redan i produktion och erhålla det högre priset för "nyfunnen" gas att utvinna. Målsättningen är att attrahera utländska investerare men även att få igång borrhaktiviteten hos existerande aktörer, framförallt OGDC, Pakistan Petroleum och Pakistan Oilfields. Från industrikällor får vi intryck om en signifikant ökning i aktiviteten. Vi skulle tillika heller inte bli förvånade om vi får se ett antal tillkännagivanden om utländska direktinvesteringar under 2013. Detta i den sektor som framför alla andra sektorer i Pakistan behöver investeringar. Med ett till synes positivt momentum är det dock oerhört viktigt att Pakistan inte glömmer situationen på kort sikt. Pengar på banken är det som gäller i det korta perspektivet.

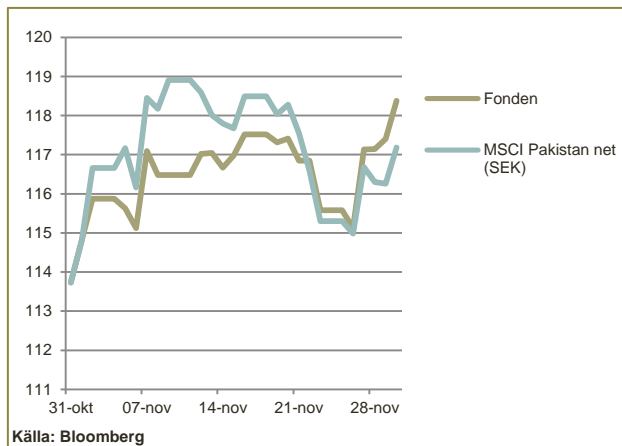
Månadsbrev november 2012 - Tundra Pakistanfond

I det korta perspektivet är Pakistan således fortsatt tvungna att finna en kortsiktig lösning för att inte riskera en förtroendekris kring valutan. Detta innebär en ny överenskommelse med IMF alternativt andra stödlån. Diskussioner pågår med USA och ett flertal andra länder. Det är av största vikt att vi får klarhet i de kortsiktiga åtgärderna senast inom ett par månader från valet. Det som talar för att man finner denna lösning är att problemet är så välkänt, inte minst på grund av att den senaste betalningsbalanskrisen (2008) ligger så nära i tiden. Riskerna att förnuftet får ge vika för politisk prestige efter valet är dock fortsatt vårt stora hot mot ett mycket spännande 2013.

Fonden

Fonden steg 4,1% (SEK) under månaden, jämfört med MSCI Pakistan net (SEK) som steg 3,0%.

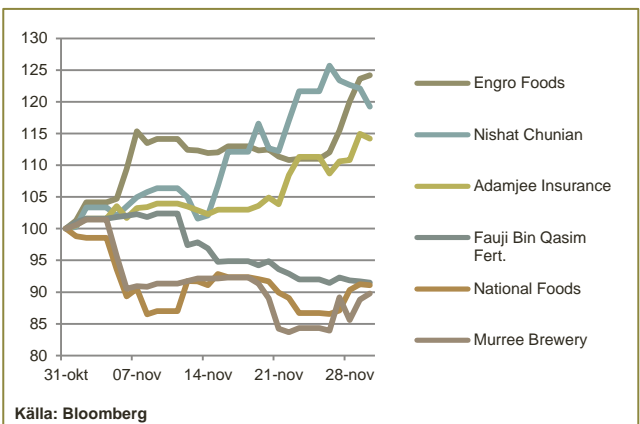
Diagram 7: Fonden vs marknaden



Fondens bästa positioner (SEK) var Engro Foods +24%, Nishat Chunian +19% och Unilever Pakistan +19%. Sämsta positioner var Muree Brewery -10%, National Foods -9% samt Fauji Bin Qasim Fertilizer -9%. Flera av de innehav som bidrog mest under föregående månad (t ex National Foods) rekyletrade kraftigt under november. Vårt val att dubbla innehavet i Engro Foods kring förra månadsskiftet visade sig lyckosamt då aktien steg kraftigt under månaden. Även vår övervikt för banksektorn bidrog signifikant under månaden. På kort sikt har vi utnyttjat större inflöden till att vikta ned något i flera av våra konsumentrelaterade bolag som steg lite väl kraftigt under oktober. Under november månad valde vi istället att öka vår exponering mot mer defensiva aktier. En sådan är Hub Power där vi närmast dubblade innehavet under november. Bolagets tariffer är USD-indexerade vilket ger en bra hedge mot fortsatt

sannolik valutadepreciering. Direktavkastningen på omkring 14% är vidare attraktiv i ett läge då räntan kommit ned från 12% till 10%. Med en freefloat (den andel av utestående aktier som ej ligger hos strategiska ägare) på omkring 80% är bolaget idag den mest rimliga proxyn för investerare som vill investera i Pakistans kraftsektor. Vi har även ökat vår position i Habib Bank efter ett positivt möte på vår senaste resa. Vi upplever att bolaget framöver kommer bli mer aktiva gentemot investerare. Aktien är betydligt billigare än de bland investerare mer välkända MCB Bank och United Bank. Banken har de senaste månaderna dominerat på inlånings sidan. På kort sikt syns det inte i resultatet givet fallande obligationsräntor och fixerad minimum inlåningsränta. Framöver finns dock två skeenden som båda talar för banken. Antingen stiger räntorna åter i takt med att inflationen ökar från nuvarande nivåer alternativt kommer utlåningen att stiga i takt med ökad framtidstro från pakistanska företag. Habib Banks utlåning i relation till inlåning är i nuläget knappt 40%. Jokern på kort sikt är en eventuell sänkning av minimum inlåningsräntan på sparkonto om 6%. Mycket ologiskt att den skulle kvarstå om räntorna förblir låga alternativt sänks ytterligare.

Diagram 8: Bäst och sämst under november



Unilever Overseas bud på Unilever Pakistan

Tundra Fonder ägde vid utgången av månaden aktier motsvarande 0,9% av fondförmögenheten i Unilever Pakistan. Att Unilever vill äga 100% av sitt dotterbolag har vi full förståelse för. Däremot tycker vi budet på PKR 9700, vilket var exakt stängningskursen dagen innan publikation, är alldeles för snålt. Givet att endast ett begränsat antal bolag inom livsmedel och privatkonsumtion finns noterade vill vi helst att bolaget förblir noterat. Om detta ej är ett alternativ tycker vi det är rimligt att Unilever Overseas betalar ett pris som bättre reflekterar värdet på aktien. Utifrån en

Månadsbrev november 2012 - Tundra Pakistanfond

kombinerad DCF-analys och relativvärdering anser vi att Unilever Pakistan är värt mellan PKR 13 000 – 16 000 per aktie. Budprocessen i Pakistan innebär att budkursen ej får understiga det högsta värdet utifrån 5 olika principer: senast betald aktiekurs, genomsnittlig aktiekurs de senaste 3 åren, aktuell värdering av sektors värdering de senaste tre åren, den högsta kurs som budgivaren tidigare betalat för aktier samt "verkligt" (intrinsic) utifrån en oberoende värdering av bolaget som skall göras av en av börsen godkänd företagsvärderare. Efter att dessa steg är tagna (någonstans under januari) skall en speciell kommitté inom Karachi Stock Exchange sätta sig ned med

Unilever Overseas och komma fram till en rimlig lösning. En sådan kan vara att budet befinns rimligt och accepteras, att budet höjs alternativt att Unilever drar tillbaka budet. Vi föredrar det sistnämnda. Händelsen har genererat en del aktivitet man sällan annars ser i aktien och vi har därför valt att öka vårt innehav. Vi kommer bevaka våra intressen genom kontinuerlig kommunikation med Karachi Stock Exchange och andra investerare i samma situation som oss själva.

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)	Noteringsvaluta	Förändr. 1 mån (lokal valuta)
				FY2011A	FY2012A/E	FY2013E				
National Bank of Pakistan	8,3%	955	Pakistan's näst största bank, fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning.	5,4	5,2	5,1	13,7%	9,3%	PKR	9,8%
Engro Foods	6,7%	691	Pakistan's "Unilever" eller "Wim-Bill-Dann", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag, framförallt förpackad mjölk.	133,3	30,5	21,6	0,0%	24,2%	PKR	24,7%
Hub Power	6,1%	526	Pakistan's största kraftbolag, hög direktavkastning	9,0	6,7	6,2	13,6%	-4,7%	PKR	-4,3%
Pakistan Telecom	4,9%	707	Pakistan's "Telcel". Äger även mobilteleoperatören Ufone med 21 miljoner abonnenter.	8,7	9,7	6,5	9,7%	6,6%	PKR	7,1%
OGDC	4,6%	8356	Pakistan's största olja- och gasbolag	12,2	8,6	7,5	4,0%	2,6%	PKR	3,1%
Lucky Cement	4,0%	482	Pakistan's största cementbolag. Gynnas av utbyggnad av infrastruktur.	12,2	6,8	5,5	4,2%	-0,1%	PKR	0,4%
MCB Bank	4,0%	1826	Pakistan's fjärde största bank, högst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%.	8,4	8,3	8,2	6,6%	1,0%	PKR	1,4%
National Foods	3,5%	128	Pakistan's "Kraft Foods". Ledande matvaruproducent. Brett sortiment. Allt från kryddor till färdiglagad mat	53,6	21,2	17,5	2,0%	-8,9%	PKR	-8,5%
Habib Bank	3,6%	1404	Pakistan's största bank, historiskt hög och stabil avkastning på eget kapital	6,5	5,9	6,0	6,4%	5,3%	PKR	5,8%
United Bank	3,2%	1063	Pakistan's tredje största bank, sannolik beneficiär på ökande utländskt intresse	15,1	7,0	5,6	2,4%	10,9%	PKR	11,4%

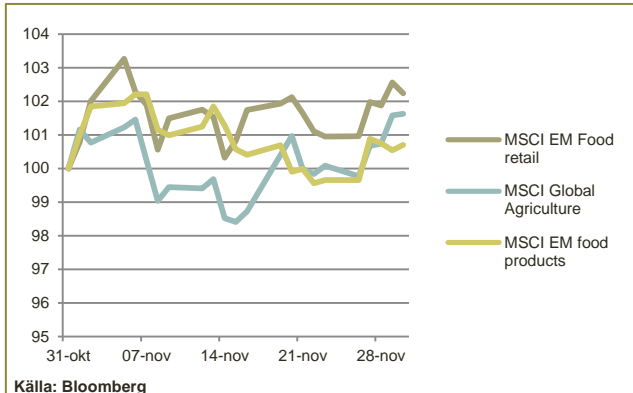
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev november 2012 - Tundra Agri & Food

Marknaden

MSCI Emerging Markets Food Retail Index (SEK) steg 2,2% under månaden medan MSCI Emerging Markets Food Products Index steg 0,7% (SEK) och MSCI Global Agriculture Index steg 1,2%. Svenska kronan försvagades 0,4% mot USD under månaden.

Diagram 9: Marknadsutveckling november (SEK)



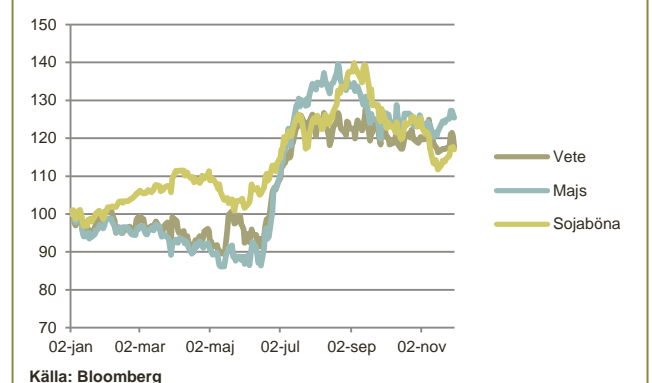
Sedan vi startade fonden har vi betonat vikten av ökat konsumtionsutrymme i tillväxtmarknader och vad det innebär för efterfrågan på spannmål, andra grödor och inte minst protein. En avgörande förändring för världens utbuds- och efterfrågesituation skedde för ungefär tio år sedan när Kina inte längre var självförsörjande på livsmedel. Kinas import har ökat kraftigt de senaste fem åren, framför allt av sojaböner för att möta den ökade efterfrågan på protein i Kina. Nyligen har vi tagit del av statistik även inom andra områden. Det visar sig att den kinesiska risimporten har ökat 4 gånger under innevarande års första tio månader jämfört med samma period 2011. Importen har ökat från drygt en halv miljon ton till över 2 miljoner ton. Kina är världens största producent av ris och var fram till förra året självförsörjande men nu ökar importen kraftigt. På kort sikt innebär detta inte några dramatiska förändringar. Thailand har stor överkapacitet och kan exportera, men det är ytterligare en pusselbit som visar hur kraftig efterfrågeökningen i Kina är på mat. Tidigare i år har Kina ökat sin import av majs på ett liknande sätt.

Amerikanska jordbruksdepartementet har bekräftat våra förväntningar kring lagersituationen. Vi har för närvarande de lägsta majs lagren i världen på 38 år. Investmentbanken Morgan Stanley tror att lagren vid utgången av denna odlingsår är mindre än 20 dagars konsumtion för USA. Lagren globalt förväntas vara cirka 50 dagars konsumtion. För sojaböner förväntas lagren vara ännu lägre, så låga som 16 dagars konsumtion vid säsongens utgång. Det vill verkligen till att skörderesultatet i USA och i resten av världen är lyckade under nästa säsong. Lagren har varit ständigt

sjunkande sedan mitten av 1980-talet, men börjar nu nå anmärkningsvärt låga nivåer. Det märks också i prissättningen av majs som har stigit med 44% sedan första juni i år. Mer än någon av de andra större grödorna.

I Chicago har dock priserna för spannmål fallit tillbaka från sina högsta nivåer under hösten.

Diagram 10: majs, soja, vete



Detta dels tack vare minskad export och dels genom lägre konsumtion. Exporten från USA av majs har minskat med 44% jämfört med året tidigare. USA är normalt världens största exportör av spannmål. För närvarande har USA den minsta nötboskapshjorden sedan 1973. Många farmare har slaktat nötdjur innan de har vuxit färdigt p g a av de höga foderpriserna. Det kostar helt enkelt mer att låta djuren växa färdigt än vad farmarna kan sälja köttet för. Detta har minskat foderkonsumtionen i USA. På sikt kommer (och antagligen redan nästa år) detta leda till relativt höga prisökningar på nötkött i USA. Den minskade exporten från USA och därmed något lägre priser i landet kan också bero på transportbegränsningar. Under ett normalår exporterar USA 60% av sitt spannmål på Mississippi i prämar. Tack vare ett avancerat system av slussar kan Mississippi användas ända upp till Minneapolis. Den låga nederbörden i år har minskat vattenflödet i Mississippi nämnvärt. På vissa ställen där floden normalt är 300 meter bred är den nu ca 100 meter. Floden är flera meter grundare än ett normalår. Enligt vissa källor kommer floden inte vara farbar om vattennivån sjunker ytterligare, vilket skulle drabba spannmålsexporten hårt från USA. I tillägg fraktas även 20% av USAs olja och kol på Mississippi. Globalt sett har Brasilien i viss mån kompenserat för USAs minskade export. Korea och Japan är två av världens största importörer av majs. USAs andel av deras import har minskat från 90% för ett år sedan till under 50% i oktober. För vete är de globala lagernivåerna högre än för soja och majs.

Månadsbrev november 2012 - Tundra Agri & Food

Däremot har tre stora veteproducenter haft dåliga skördar i år, Ryssland, Ukraina och Australien. I Ryssland är veteskörden 32% sämre än väntat, i Ukraina 30% och Australien 19%. EU har däremot producerat så mycket som var förväntat inför senaste odlingsäsongen.

Trots historiskt sett höga spannmålspriser så är gödselpriserna inte alls på de nivåerna som de var under 2008. Vad det gäller Urea, som är det mest likvida och globalt mest handlade gödslet, har det tillkommit ny kapacitet i mellanöstern under året, varför prisuppgången har låtit vänta på sig.

Diagram 11: Urea (Yuzhny, USD)

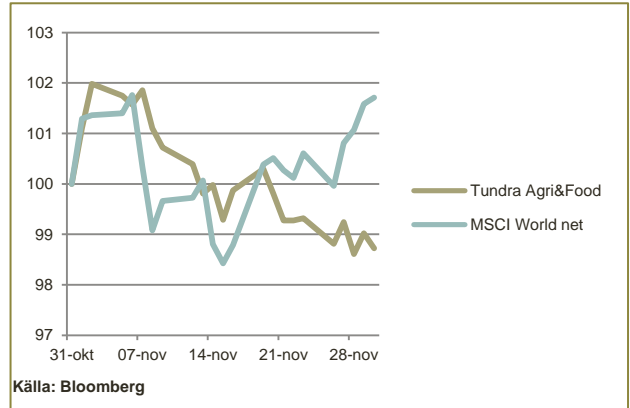


Av våra fem delsektorer gödsel, jordbruksföretag, matproducenter, matförädlare och livsmedelsdetaljister i fonden har de två senaste varit de starkaste under 2012. De bolag som bygger varumärken inom matförädling har generellt utvecklats väl under året likaså de livsmedelsdetaljister som har haft bra tillväxt. Vad de globala aktörerna gör inom detta område har förstärkt intresset för dessa två segment. I avsnittet om Tundra Pakistanfond nämner vi Unilever Overseas bud på minoriteten i Unilever Pakistan. I Turkiet ryktas Walmart vara intresserade av att köpa Migros.

Fonden

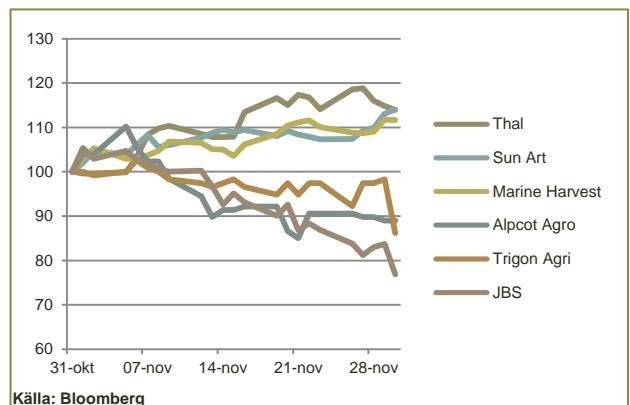
Tundra Agri & Food sjönk 1,3% (SEK) i november jämfört med MSCI World (SEK) som steg 1,7% och MSCI Emerging Markets (SEK) som steg 1,7% under samma period. Vid månadens slut ägde fonden 39 aktier från 15 länder. Ryssland (22%), Kina (18%) och Brasilien (13%) är de tre länder fonden har störst exponering mot.

Diagram 12: Fonden vs marknaden



Bäst utveckling i SEK under månaden uppvisade Thal (+14%), Sun Art Retail (+14%), Marine Harvest (+12%) och Lojas (+6%). Sämst utveckling uppvisade JBS (-21%), Alpcot Agro (-14%), Trigon Agri (-14%) och X5 (-9%).

Diagram 13: Bäst och sämst november månad



Jordbruksföretag i tillväxtmarknader har haft en svag utveckling under månaden. De tre jordbruksföretagen som är noterade i Stockholm har gått ned mer än sina brasilianska motsvarigheter. Dessutom har Black Earth Farming genomfört en stor nyemission. Den var på motsvarande en tredjedel av marknadsvärdet vilket är betydande. Bolaget har i skrivande stund rapporterat att nyemissionen är fulltecknad vilket bör innebära att det tekniska säljtrycket i aktien är över.

I både Alpcot Agro och Trigon Agri finns det större säljare i respektive aktie vilket är mer eller mindre känt i marknaden. I Alpcot Agro är det en ägare, som kom in i bolaget via Landkomförvärvet, som vill sälja någonstans i storleksordningen 2-4% av bolaget. I Trigon Agri är det, enligt uppgifter vi tagit del av, en fond som varit ägare under en längre tid som ska stängas varför de måste sälja. Om vi däremot ser till den fundamentala situationen så förbättras läget för alla dessa tre

Månadsbrev november 2012 - Tundra Agri & Food

Stockholmsnoterade bolag under 2013. Black Earth Farming har redan sålt 25-30% av nästa års skörd kring nuvarande prisnivåer via terminsavtal. Något som för den ryska marknaden är helt nytt. Alpcot Agro visar redan i år klart bättre skörderesultat än förra året. För nästa år kommer kostnadsbesparingarna i sammanslagningen mellan dem och Landkom att bli synliga. Det blir också det första året de har full kontroll över Landkoms verksamhet under sådden. Slutligen drabbades Trigon Agri svårt av torka i år. Det kan hända även nästa år, men om nederbörden blir mer normal så kommer det vara gynnsamt. Vidare har Trigon Agri gjort en markbytesaffär som innebär att de har ett mer koncentrerat markinnehav som ligger närmare exporthamnar.

Även China Agri genomför en nyemission motsvarande 20% av marknadsvärdet. Aktien har varit under press p g a av detta. Nyemissionen stänger den 13 december. Givet att nyemissionen blir fulltecknad bör säljtrycket därefter avta.

JBS var fondens sämsta innehav under november med en nedgång på hela 21%. JBS är världens största nötköttproducent. Bolaget har hög belåning och har gjort ytterligare förvärv. Det, i kombination med låga köttpriser, har varit negativt för aktien. Som vi nämnde

tidigare så har man framför allt i USA slaktat icke fullvuxna djur för att foderpriserna är för höga. Detta har lett till överutbud av kött i USA. Inför nästa år däremot så förväntar sig det amerikanska jordbruksdepartementet att köttproduktionen kommer att minska med 4,2%. JBS själva, som har en dominerande position, bedömer att produktionen kommer minska med 6% och att priserna kommer att stiga med hela 20% under 2013.

X5 var ett av de sämre innehaven under månaden både i Tundra Agri&Food och i Tundra Rysslandsfond. X5 är Rysslands största livsmedelsdetaljist med betydande marknadsandel i Rysslands största städer och inom alla tre huvudsegmenten närbutiker, supermarknader och stormarknader. Under året har man haft operationella utmaningar. Man har inte vuxit i den takt man har utlovat, marginalen har varit sämre och man har tappat viss trafik. Generellt har livsmedelsdetaljister i tillväxtmarknader varit årets vinnare. Men mot bakgrund av de problem som X5 har haft så har marknadens dom ändå varit mycket hård. Huvudägare i X5 är Alfagruppen. De har precis fått USD 26 mdr i likvid för sina aktier i TNK-BP. Enligt vår bedömning så kommer de förr eller senare vända utvecklingen i X5 och värderingen bör därmed komma upp.

Månadsbrev november 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 gsvlut (SEK)	Noterin gsvlut a	förändr. 1 mån (lokal valuta)
					FY2011A	FY2012E	FY2013E				
Indofood	Indonesien	5,1%	5 341	Störst på vidareförädlad mat i Indonesien	16,0	15,0	13,3	3,0%	2,6%	IDR	2,6%
Almarai	Saudiarabien	4,0%	6 986	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.	21,1	18,3	15,9	2,0%	-4,9%	SAR	-5,4%
Agrinos	Mexico	4,0%	327	Säljer och producerar biologisk jordförbättrare	neg	11,2	3,7	0,0%	-4,7%	NOK	-5,7%
JBS	Brasilien	3,8%	7 507	Världens största producent av nötkött. Finns i alla världsdelar utom Afrika. Även betydande kyckling och fläskproducent.	128,8	15,2	10,2	0,5%	-20,9%	BRL	-17,7%
Brasil Foods	Brasilien	3,8%	16 010	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojabönor och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien	16,8	42,9	18,9	0,0%	0,7%	USD	0,2%
Adecoagro	Argentina	3,7%	1 079	En av världens största privata markägare. Verksamma i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.	18,8	21,8	14,8	0,0%	-2,5%	USD	-3,1%
Sun Art Retail	Kina	3,7%	14 721	Störst inom stormarknadssegmentet i Kina	50,5	38,2	32,1	0,0%	14,1%	HKD	13,5%
China Bluechem	Kina	3,6%	1 106	Ett av Kinas största gödsselföretag	9,0	8,9	8,2	3,3%	-0,9%	HKD	-1,4%
Sinofert	Kina	3,3%	1 495	Ett av Kinas största gödsselföretag	8,9	11,3	9,9	1,0%	1,1%	HKD	0,6%
Alpcot Agro	Ryssland	3,2%	114	Jordbruksbolag i Ryssland och Ukraina	neg	17,0	3,9	0,0%	-14,2%	SEK	-14,2%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder