

# TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV JANUARI 2013



## Månadsbrev januari 2013 - Tillväxtmarknader under januari

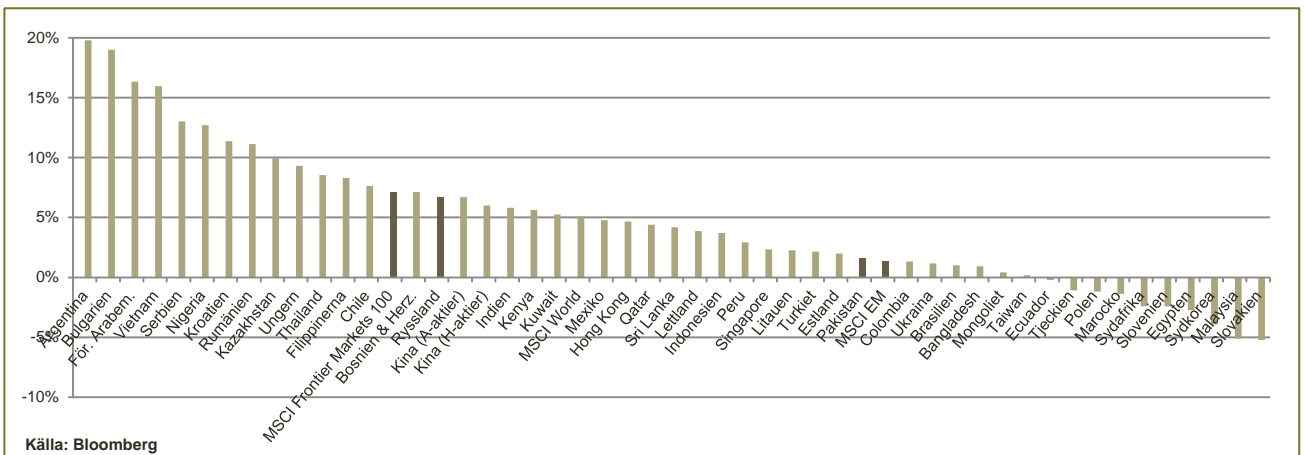
### Sammanfattning av januari

Tillväxtmarknaderna steg under januari i dollar räknat (MSCI Emerging Markets +1,4%). I svenska kronor var utvecklingen dock negativ (-0,9%) på grund av en dollarförsvagning. Dollardepreciering är vanligt i en miljö då riskaversionen reduceras och investerare söker sig utanför vad man upplever som mindre riskfyllda amerikanska tillgångar. Tillväxtmarknaderna utvecklades sämre än utvecklade marknader (MSCI World steg 2,7% i SEK). Värt att notera är att de skiljer gränsmarknaderna (se längre artikel nedan)

utvecklades bättre än såväl de traditionella tillväxtmarknaderna som utvecklade marknader. MSCIs gränsmarknadsindex steg med 4,7% i SEK.

Nyhetsflödet har överlag slagit förväntan och riskaversionen fortsätter sjunka. Anekdoter ger vid handen att utflödet från obligationer in till aktiemarknaden har inletts. Mest positivt har varit det amerikanska representanhusets tillfälliga budgetöverenskommelse.

Diagram 1: Tillväxtmarknader januari 2013 (USD)



### Nya aktiemarknader

Bland januari månads vinnarbörser återfinns Argentina (+19,8% i USD), Bulgarien (+19,0%) och Förenade Arabemiraten (+16,3%). Denna kategori av marknader, "nya" tillväxtmarknader, återfanns också i toppen när vi summerade 2012. Kategorin, som brukar benämnas gränsmarknader eller frontiermarknader, är en heterogen grupp marknader som utmärks av att de antingen befinner sig på en mycket låg ekonomisk utvecklingsnivå och/eller är svåra att som utländsk aktieinvestor få access till. Till den förstnämnda gruppen hör länder som Vietnam, Bangladesh och Nigeria Medan Kuwait, Qatar och Förenade Arabemiraten alla tillhör den senare gruppen.

Gränsmarknaderna har under lång tid varit förpassade från investerarnas finrum - de har inte varit del av något globalt aktieindex,. Det har funnits få, i vissa fall inga alls, fonder som erbjudit access till dessa marknader och institutionella investerare såsom livbolag och pensionsfonder har inte uppvisat något intresse för dem. Tundra Fonders lansering av Tundra Pakistanfond är ett av ett fåtal exempel på framgångsrika lanseringar de senaste åren. Vid januari månads utgång hade den gett en avkastning på 15,4% sedan start.

### Spirande konsumtion

Det är hög tid att investerare uppmärksammas på möjligheterna som gränsmarknaderna erbjuder. Exempelvis uppskattar IMF att Vietnam idag har en BNP per capita motsvarande vad Kina hade 2004. Sedan dess har den genomsnittlige kinesen tredubblat sin inkomst. Det är en intressant jämförelse då Vietnam, i likhet med Kina, kan attrahera utländska företag för lågkostnadsproduktion tack vare landets låga löneläge (idag mellan 1/3 och hälften av löneläget i södra Kina). Båda länderna har dessutom ett förflutet som centralstyrda planekonomier men har drivit igenom ekonomiska reformer. I Kinas fall har tillväxten märkts i bl a försäljningen av bilar – 2004 gick det 12 bilar per 1 000 invånare i Kina mot dagens 44 bilar/1 000 invånare. Under samma period steg den lokala kinesiska aktiemarknaden med mer än 200% i USD.

De ljusa utsikterna för konsumtion är inte unik för bilsektorn i Vietnam – i länder som Ghana, Kenya och Mauritius har bara var femte invånare tillgång till något så basalt som en bank och i Zambia, Pakistan och Elfenbenskusten har mindre än var tionde invånare tillgång till internet. Medan Europa för tillfället kämpar med marginell tillväxt eller t o m negativ tillväxt, har den

## Månadsbrev januari 2013 - Tillväxtmarknader under januari

framväxande konsumtionen i flertalet gränsmarknadsländer gjort att de klarat sig igenom de senaste åren med stark tillväxt – 2011 uppvisade Qatar, Ghana och Panama alla en tillväxt på över 10% och ytterligare fem länder hade en tillväxt på mer än 7%. Detta har man dessutom åstadkommit med starkare balansräkningar med betydligt lägre skuldsättning än flertalet europeiska länder, USA och Japan. Utöver en spirande konsumtion ser vi också att den långsiktiga tillväxten drivs av urbanisering (människor flyttar från landsbygd till städer) och omfattande infrastrukturinvesteringar. I många gränsmarknadsekonomier bor mindre än hälften av invånarna i storstäder – motsvarande siffra i Europa och USA är drygt 80%. Gränsmarknaderna uppvisar också en avsevärt mer fördelaktig demografi med en stor andel ung befolkning, tvärtom läget i vår del av världen där en krympande andel förvärsarbetande ska

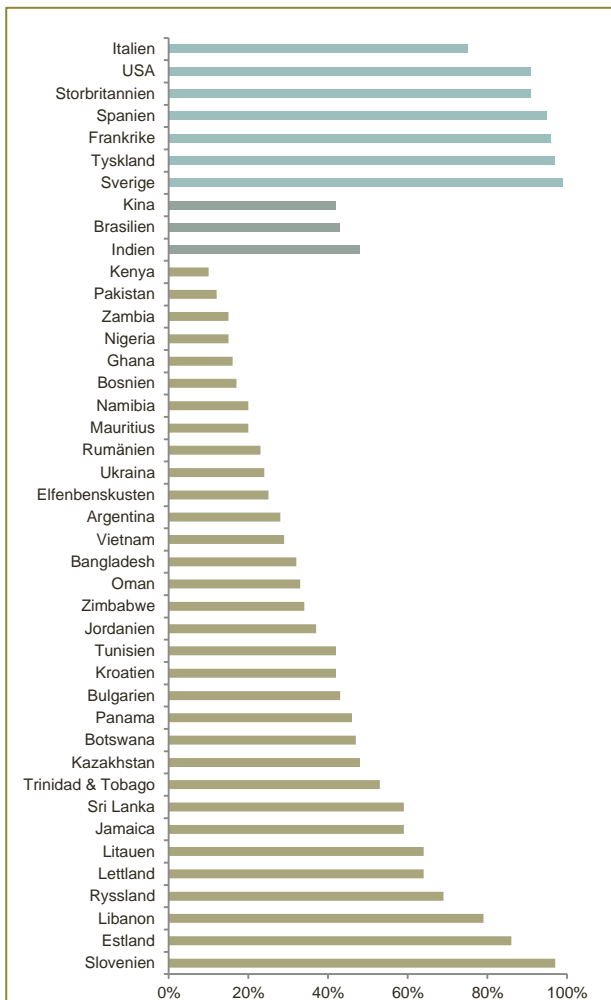
försörja en växande grupp pensionärer. I OECD är 30% av befolkningen under 25 år. Motsvarande siffra i länder som Nigeria, Jordanien och Bangladesh är 50%.

Som investerare ska man hålla i åtanke att investeringar på gränsmarknader inte är riskfria. Den politiska och makroekonomiska risken är avsevärt högre än på traditionella tillväxtmarknader. Korrupktion och exponeringen mot fallande råvarupriser är också omfattande.

### Ny fond

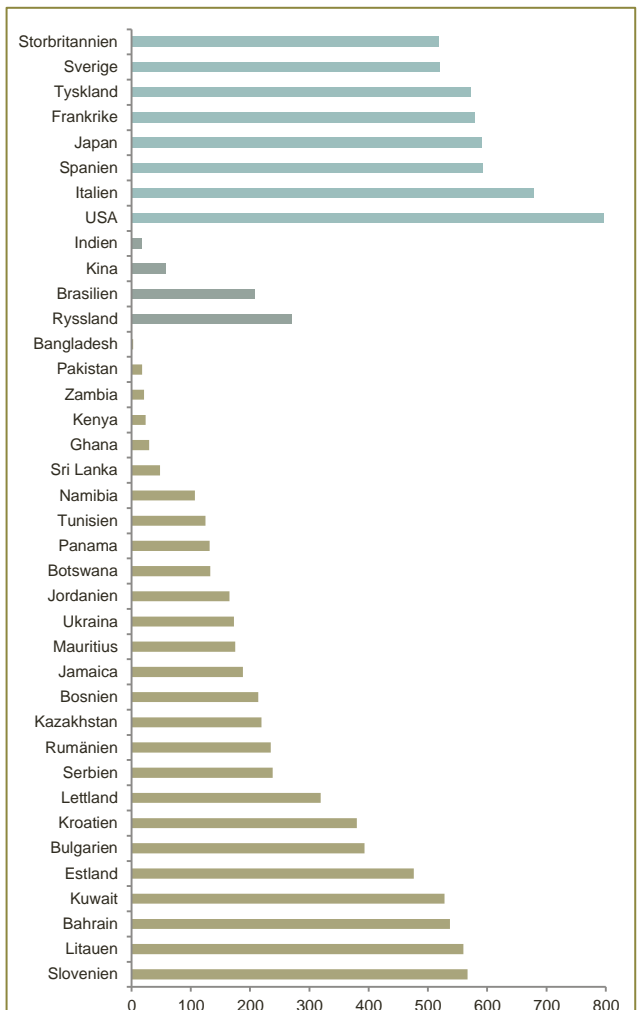
Under våren kommer Tundra Fonder lansera en ny fond, Tundra Frontier Opportunities, som investerar just på gränsmarknaderna. Fonden erbjuder access till de mest spännande bolagen på marknader som Vietnam, Nigeria och Bangladesh.

Diagram 2: Andel av befolkningen med bankaccess



Källa: FN Human Development Index, Världsbanken, Financial Access Initiative

Diagram 3: Personbilar per 1 000 invånare



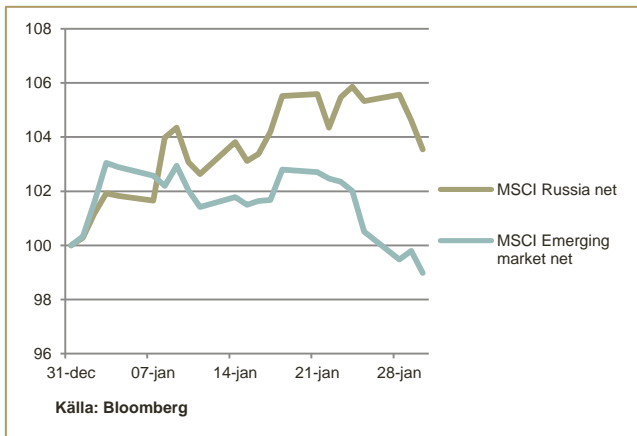
Källa: Världsbanken

## Månadsbrev januari 2013 - Tundra Rysslandsfond

### Marknaden under januari

Den ryska marknaden mätt som MSCI Russia net steg 3,9% (SEK) i januari jämfört med tillväxtmarknader (MSCI Emerging Market net) som sjönk 0,9%. USD försvagades 2,2% mot SEK under januari varför utvecklingen i USD var starkare.

Diagram 4: Ryska marknaden mot MSCI Emerging Markets



Den ryska marknaden var förvånansvärt stark under januari jämfört med tillväxtmarknader i stort. Särskilt stark var utvecklingen givet att såväl oljepriset som LME:s metallindex steg måttfulla 1,7% respektive 0,7% (SEK) under månaden. Guldpriset föll 3,1% (SEK) i januari vilket kan vara en indikation på minskad oro i finansiella marknader.

Bästa sektor var Bank & Finans som steg 15%. Sämsta sektor var Energi som steg 0,5%. De ryska bankerna är lågt värderade jämfört med sina konkurrenter i tillväxtmarknader. Den största och mest välskötta banken värderas drygt 30% lägre än sina motsvarigheter på andra tillväxtmarknader (Källa: Bank of America). På marknader med god låneefterfrågan utvecklas banker bäst när centralbanken sänker styrräntan. Detta väntas ske under andra kvartalet i år. Intressant var att MSCIs ryska småbolagsindex steg 10% i januari. Småbolag har gått sämre än stora bolag i över två år. Att de nu går bättre är en indikation på ökad riskvilja i marknaden.

Under januari presenterades två börsintroduktioner: NTS och MICEX. NTS är ett järnvägsbaserat logistikbolag och konkurrent till det redan listade Global Trans. Båda bolagen äger eller leasar ungefär 60 000 järnvägsvagnar. Redan en vecka in i försäljningsprocessen drogs dock börsintroduktionen av NTS tillbaka på grund av bristande intresse i marknaden.

Den andra börsintroduktionen, MICEX, är intressant då det är den ryska börsen som ska börsintroduceras.

Bara i Moskva och inte i London för ovanlighetens skull. Konkurrenter till MICEX på andra tillväxtmarknader värderas ofta högt då de är mer eller mindre monopolverksamheter. Aktien noteras i mitten av februari.

Vi på Tundra Fonder har under stora delar av 2012 rapporterat om negativa nyheter ifrån Ryssland. Vi har rapporterat om ökad korruption och försämrad yttrandefrihet på olika sätt. I vissa fall även försämrad bolagsstyrning (s k corporate governance). Dessa negativa faktorer är mycket välkända och har satt sina spår i hur den ryska marknaden värderas. En strateg hos en av de största mäklarfirmorna i Moskva har nyligen rest runt i tre veckor och träffat internationella investerare i USA och Västeuropa. Han skrev bl a i sin summering av internationella investerares syn på Ryssland att "under fredstid har antagligen synen på Ryssland inte varit sämre" Citatet kanske inte är helt korrekt. Finansiella marknader tenderar att ha ett kort minne. När Mikhail Khodorkovsky arresterades i oktober 2003 var internationella marknader oerhört nervösa. Skulle detta innebära en stor våg av nationaliseringar av privatiserade tillgångar. Men även om citatet inte stämmer, är internationella investerare idag väldigt negativa till Ryssland. Samtidigt värderas ryska marknaden ungefär till halva värderingen av tillväxtmarknader i genomsnitt. Direktavkastningen har varit stigande i ett par år och allt fler ryska bolag inklusive de statliga inser vikten av att dela ut en tillräcklig andel av vinsten för att uppnå en rimlig värdering av sin aktie. Nu har ryska marknaden utvecklats starkare än tillväxtmarknader två månader i rad. Detta utan att oljepriset har stigit. Det är inte otänkbart att ryska marknaden kan fortsätta att utvecklas starkare med tanke på hur stor värderingsskillnad det är. Kombinationen av ökad riskvilja globalt och kraftiga inflöden i rysk penningmarknad på den höga räntan kan leda till att börsen också omvärderas. Det är för tidigt att säga att en ny trend har börjat, men det ser intressant ut.

Vladimir Putin har uttalats sig om något som kan få stora konsekvenser för den ryska aktiemarknaden. Han har öppnat för att statliga pensions- och reservfonder ska få investera i aktier, till och med att investera i börsintroduktioner. Avsaknad av lokala institutioner på aktiemarknaden är en stor brist i Ryssland. Finns det något bakom detta uttalande kan det bli intressant.



## Månadsbrev januari 2013 - Tundra Rysslandsfond

Under januari steg vinstförväntningarna för de aktier som ingår i MSCI Russia med 1,3% medan de steg 0,5% för MSCI Emerging Markets. Rabatten räknat som P/E-tal på ryska marknaden jämfört med tillväxtmarknader var 44% vid utgången av januari. Detta är något lägre rabatt än de senaste två månadernas 49%. Rabatten är dock väsentligt mycket större än den varit historiskt. Mellan åren 2004-08 var den i genomsnitt 20%.

### Makro

Ryska ekonomin växte 3,4% under 2012. Eftersom tillväxten var 4,5% under första halvan 2012 innebar detta en tillväxt på "bara" 2,5% under andra halvan av 2012 och så lågt som 2,1% under fjärde kvartalet. Ekonomiska bedömare framhåller tre faktorer bakom inbromsningen i rysk tillväxt:

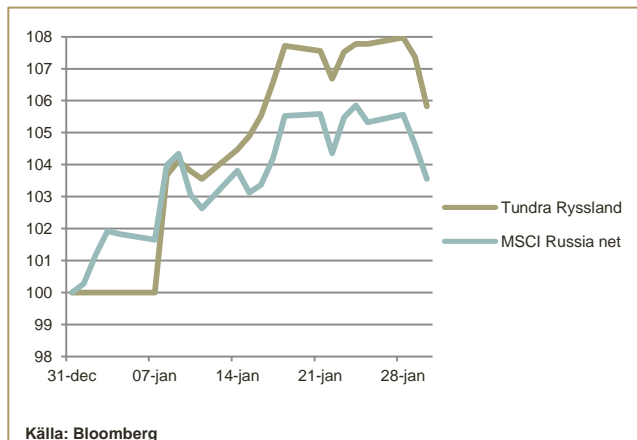
- Stigande inflation under andra halvåret har inneburit högre räntor, vilket hämmade ekonomin.
- Inbromsningen i Västeuropas ekonomier har haft en negativ effekt för Ryssland.
- Låga investeringar i Ryssland som delvis beror på bristande framtidstro hos bolagen.

Med sjunkande inflation i senare delen av 2013 bör fallande räntor få motsatt effekt på ekonomin. Stabiliseringen av ekonomierna i Västeuropa innebär minskad negativ effekt på den ryska ekonomin. Slutligen återstår att se om eventuella reformer från ryska regeringen kan öka investeringsviljan i Ryssland.

### Fonden under januari

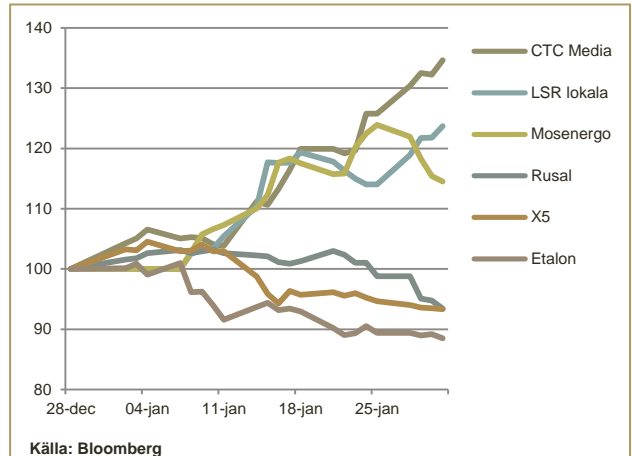
Tundra Rysslandsfond steg 6,1% (SEK) under januari månad, jämfört med marknaden (MSCI Russia net SEK) som steg 3,9% under samma period.

Diagram 5: Fonden vs marknaden under januari (SEK)



Bäst utveckling (SEK) under månaden i fonden uppvisade CTC Media (+35%) LSR lokala (+24%) och Mosenergo (+16%). Sämst utveckling uppvisade Etalon (-11%), X5 (-7%) och Rusal (-6%).

Diagram 6: Bästa och sämsta aktier i fonden under januari



### Förändringar i portföljen under januari

Under månaden steg fonden 2,2% mer än index. Största positiva bidrag till överavkastningen stod Kraftsektorn för (knappt 2%). De kraftaktier som fonden ägde steg 9% i januari jämfört med index som steg 4%. Sällanköpsvaror (knappt 1%) och Telekommunikation (0,6%) bidrog också positivt. I sektorn Sällanköpsvaror stod en enskild aktie, CTC Media, för merparten av överavkastningen. Aktien steg 35%. Negativa bidrag kom från Dagligvaror (-0,6%) och Bank & Finans (-0,4%). Båda dessa negativa avvikelser beror på två enskilda aktier. Inom Dagligvaror ägde fonden X5, som föll 7%, medan sektorn steg 8,5%. Inom Bank & Finans ägde fonden byggbolaget Etalon, som föll 11%, medan sektorn steg 15,5%. Intressant är att under månaden tillhörde konkurrenten LSR vinnarna med en uppgång på 25%. Att Etalon utvecklades svagt tolkar vi som att marknaden fortfarande har en relativt kort investeringshorisont då bolaget informerade om att en del av 2013 års försäljning troligen kommer under 2014 istället.

Under månaden köpte fonden Global Trans. Vi har följt bolaget sedan det børsintroducerades maj 2008. Global Trans har uppvisat bra tillväxt med god lönsamhet. Aktien utvecklades svagt i januari då en konkurrent, NTS, skulle børsintroduceras. När nyheten om NTS inställda børsintroduktion annonserades passade vi på att köpa Global Trans. Global Trans är en av de största

## Månadsbrev januari 2013 - Tundra Rysslandsfond

privata tågagnsoperatörerna i Ryssland. Marknaden är fragmenterad och det finns fortsatt goda chanser till tillväxt för en operatör som är effektivare än de mindre konkurrenterna. Inom sektorn Bank & Finans bytte vi innehavet i VTB, Rysslands näst största bank, mot Bank of St Petersburg. Bank of St Petersburg har en mycket låg värdering. För närvarande värderas aktien till mindre än 50% av bokfört värde. Banken har haft problem

med stora kreditförluster hos ett par av sina större kunder. Vi tror det finns anledning att tro att dessa problem kan vara över och att lönsamheten i banken åter kan normaliseras. Därtill äger Bank of St Petersburg knappt 3% av MICEX som håller på att borsintroduceras. Värdet av dessa aktier motsvarar knappt 20% av Bank of Sankt Petersburgs börsvärde. Troligen åsätter marknaden dess aktier inte något värde i dagsläget.

Tabell 1: 10 största innehav Tundra Rysslandsfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E			Dir. avk. (2013) %	Förändr. 1 mån (SEK)	Noteringsvaluta	Förändr. 1 mån (lok. valuta)
				FY2011A	FY2012E	FY2013E				
Sberbank pref	7,9%	80 936	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	7,1	6,9	6,5	4,7	16,1%	RUB	17,7%
LSR Group (lokal aktie)	5,7%	2379	Vertikalt integrerat byggbolag med fokus på billigare lägenheter	32,8	14,6	9,1	1,9	23,7%	USD	25,4%
Sistema (lokal aktie)	4,9%	10 615	Rysslands "Investor" eller "Kinnevik". Stor ägare i bl a MTS	42,2	4,3	4,3	3,2	2,5%	USD	4,0%
MegaFon GDR	4,8%	16 746	Ledande mobiloperatör som kontrollerar ca en tredjedel av den ryska marknaden	na	12,7	10,6	6,4	10,9%	USD	15,7%
Global Trans	4,5%	2 770	En av Rysslands största tågagnsoperatörer	9,8	9,5	8,1	4,7	-8,3%	USD	-5,2%
Lukoil ADR	4,4%	57 413	Rysslands största privat ägda oljebolag	5,3	4,6	4,6	4,3	-0,3%	USD	2,4%
MTS (lokal aktie)	4,4%	20 313	Rysslands största mobilteleoperatör	17,3	10,2	7,8	6,8	2,8%	USD	4,2%
IBS	4,2%	484	Rysslands största IT-företag	12,7	10,0	6,8	4,0	7,7%	EUR	7,5%
Gazprom ADR	4,1%	111 502	Världens största gasbolag	2,8	2,8	3,0	5,7	-2,7%	USD	-0,1%
E.ON Russia	3,9%	5 673	Elproducent	11,1	9,9	9,3	4,3	3,6%	RUB	5,0%

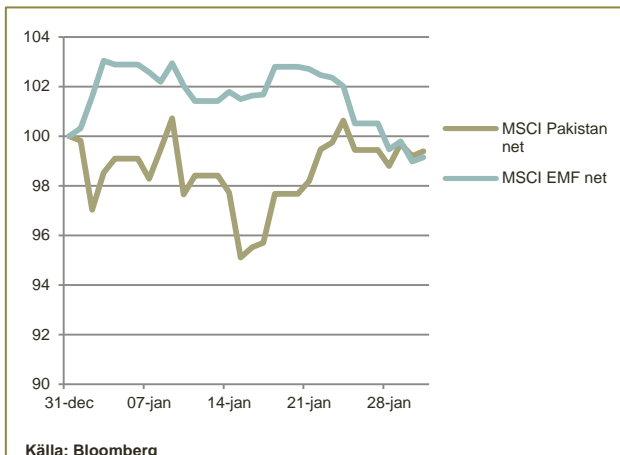
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Månadsbrev januari 2013 - Tundra Pakistanfond

### Marknaden

MSCI Pakistan net (SEK) föll 0,6% under månaden, jämfört med MSCI Emerging Markets free net (SEK) som föll 0,9%.

Diagram 7: Marknaden vs tillväxtmarknader



Den genomsnittliga dagsomsättningen var oförändrad jämfört med föregående månad på USD 42 miljoner. Utlänningar var nettoköpare med USD 15,4 miljoner jämfört med nettosäljare om USD 7,7 miljoner föregående månad.

Marknaden utvecklades svagt under inledningen av månaden då Muhammad Tahir-ul-Qadri, en utlandspakistanier, tillkännagav en protestmarsch mellan Lahore och Islamabad med målsättningen att samla "ett par miljoner människor". Bakgrunden var Qadris krav om att förändra valprocessen i Pakistan, bl a hur interimsregeringen skall utses samt hur valet skall övervakas. Beskedet om protestmarschen blev ett orosmoment framförallt efter att regeringsallierade MQM tillkännagivit att de avsåg delta. Sedermera meddelade MQM att de beslutat sig för att ej delta men det hängde kvar en viss oro inför marschen den 14 januari som tyngde marknaden. När Högsta Domstolen den 15 januari sedermera utfärdade en arresteringsorder gentemot premiärminister Ashraf (baserat på korruptionsanklagelser avseende dennes eventuella inblandning i den sk "Rental Power skandalen") ökade oron. Sedan tidigare kända anklagelser lyftes fram och accentuerades vid en något märklig tidpunkt vilket gav gott bränsle till konspirationsteorier i marknaden. I skrivande stund (7 februari) har ännu ej någon arrestering skett. Aktiemarknaden föll närmare 3% dagen för beskedet. Efter att en kompromiss med Qadri nåtts den 18 januari och övriga partier i oppositionen enhetligt uttryckt sitt stöd för att hålla valet inom konstitutionellt fastställda tidsramar (senast mitten av

juni) lugnade sig marknaden och vi såg en uppgång under andra halvan av månaden. Mitt i den värsta turbulensen såg vi större lokala institutioner på köpsidan. Sedermera understöddes uppgången av relativt goda utländska nettoinflöden till aktiemarknaden i spåren av fortsatt intresse för gränsmarknader.

Under månaden blev det också tydligt att förhandlingarna med IMF på allvar kommit igång. Vi ser det som positivt att det görs ett försök till en partiöverskridande överenskommelse. Utöver att diskutera med regeringspartierna har IMF enligt uppgift även träffat det största oppositionella partiet, PML-N, och även PTI. En överenskommelse över partigränserna innan valet skulle i våra ögon vara ett drömscenario. Det kommer innebära ett antal impopulära beslut i befolkningens ögon. Sannolikt högre gas- och elpriser på kort sikt och relativt sannolikt räntehöjningar. Även om man måste säga att det kan finnas en poäng i att "dela skulden" för såväl regeringspartierna (som kan dela skulden med oppositionen inför valet) och som för oppositionen (som vid vinst i valet annars får ta hela skulden själv) ter sig en sådan överenskommelse politiskt svår. Det faktum att dessa möten hålls och att ett allvarligt försök görs ser vi dock som positivt då det visar att såväl regeringen, oppositionen som IMF förstått vikten av att snarast få en ny överenskommelse på plats.

Inledningen på året har varit politiskt stökig. På kort sikt väntar vi nu på upplösningen av nuvarande regering och utnämning av en interimsregering, ett demokratiskt steg som tas 3 månader innan valet i syfte att säkerställa ett rättvist val. Ryktet på marknaden gör gällande att utnämningen av interimsregeringen ska komma under februari månad. Historiskt har de tre månaderna, från utnämning till själva valet, inneburit positiv utveckling för aktiemarknaden. Under de fyra senaste interimsregeringarna (april 1993, juli 1993, november 1996 och november 2007) har tre resulterat i relativt kraftiga börsuppgångar (14-15%) och en (april 1993) i endast marginell börsuppgång. Vi tror det är rimligt att även denna interimsperioden kan ge viss optimism. Dels finns det tydliga och rimliga förhoppningar om ett regeringsskifte, dels tror vi utsikterna om det första helt demokratiska maktskiftet är något som kan innebära en del uppmärksamhet i utländsk media och ytterligare stärka intresset från utländska investerare. Grundförutsättningarna är spännande för året. Aktiemarknaden är fortsatt lågt värderad (P/E 7,7 och direktavkastning på 6,9% för de 30 mest omsatta aktierna (KSE30)). Aktiemarknaden

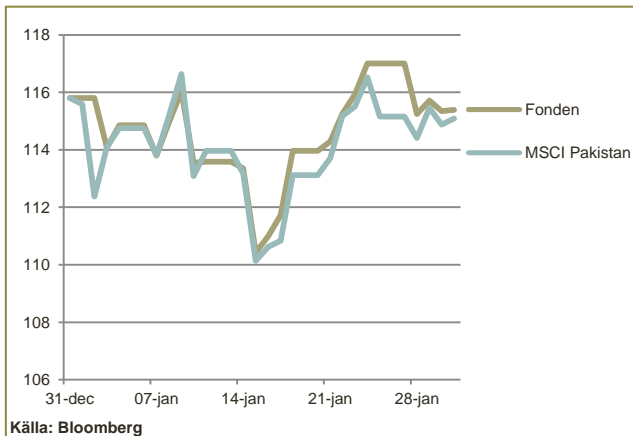
## Månadsbrev januari 2013 - Tundra Pakistanfond

har drygt 30% upp till sin långsiktiga genomsnittliga värdering och behöver dubblas för att nå värderingarna från den senaste storhetstiden 2007. Pakistans stora problem de senaste tio åren - det skenande oljepriset - kommer sannolikt inte att upprepas de närmaste åren. Den pressande energiimporten har därtill tvingat Pakistan att initiera långsiktiga åtgärder inom energiområdet. En ny prispolicy för lokalt producerad gas och olja har kommit på plats som bör stimulera inhemsk produktion och även långsiktiga projekt som att öka den inhemska kolproduktionen och ta fram ekonomiska incitament för att byta ut oljeeldad kraftkapacitet mot betydligt billigare koleldad börjar nu närma sig en tidpunkt för implementering. Vi bör se tydliga resultat inom iaf en treårsperiod. Därtill finns det ett internationellt intresse av att Pakistans ekonomi kommer på fötter mot bakgrund av landets ökade geopolitiska betydelse i spåren av att USA lämnar Afghanistan 2014. De långsiktiga förutsättningarna för Pakistan ser bättre ut än på mycket länge. För oss är det mest påtagliga - dock riktigt stora - hindret en konstruktiv kortsiktig lösning tillsammans med IMF under året för att undvika en tvingad mer kraftfull valutadepreciering.

### Fonden

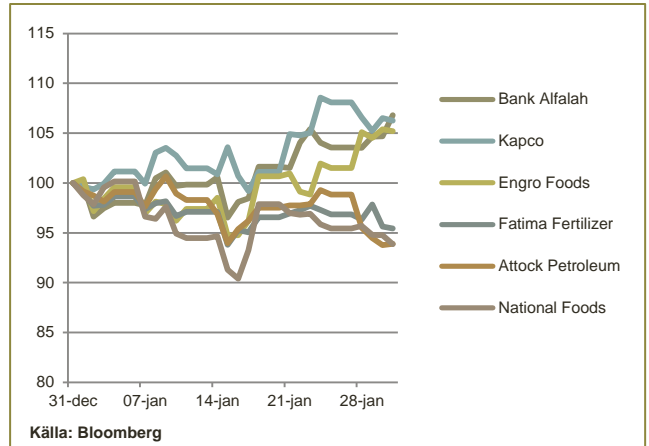
Fonden föll 0,4% (SEK) under månaden, marginellt bättre än marknaden som föll 0,6% (SEK).

Diagram 8: Fonden vs marknaden



Fondens bästa positioner var Bank Alfalah +7%, Kapco +6% och Engro Foods +5%. Sämsta positioner var National Foods -6%, Attock Petroleum -6% och Fatima Fertilizer -5%.

Diagram 9: Bäst och sämst



Vi genomförde relativt omfattande rebalanseringar av portföljen under december och behövde därför enbart göra smärre justeringar under januari månad. Våra bank- och kraftbolagsinvesteringar utvecklades relativt väl under månaden och komprimerade därmed för en fortsatt ganska svag utveckling för mindre bolag inom konsumentsektorn samt våra innehav i gödselsektorn.

Under månaden rapporterade ett av fondens största innehav, Engro Foods, sitt resultat för fjärde kvartalet 2012 och helåret 2012. Resultatet kom in bättre än väntat. Högre bruttomarginal under fjärde kvartalet (28,1% jämfört med 25-26% förväntat) var huvudförklaringen men även omsättningen kom in 5-6% högre än väntat. På årsbasis ökade försäljningen 27% under det fjärde kvartalet och jämfört med tredje kvartalet steg försäljningen 12%. Resultatet imponerar då 2012 betraktas lite som ett mellanår för bolaget utan nya lanseringar, med en omstrukturering av juiceproduktionen och branschproblem för glassförsäljning (brist på kylkapacitet). För helåret 2012 ökade omsättningen med 35% jämfört med 2011 och resultatet efter skatt ökade med 190% till PKR 3,4/aktie. Resultatet för fjärde kvartalet innebär att bolagets lönsamhet nu är i linje med nummer 1 och nummer 2 i dagligvaruhandeln i Pakistan, Nestle Pakistan och Unilever Pakistan. P/E 33 för 2012 års resultat är tillika inte billigt. Efter vårt senaste besök i november konstaterar vi dock att det inte finns några tecken på att Engro Foods slår av på tillväxttakten. Bolaget har en mycket trovärdig expansionsplan som innebär att vi ser det som troligt att bolaget, förutsatt inga allvarliga störningsmoment inträffar, kan bibehålla en omsättningsstillväxt på i alla fall 20% årligen de kommande 5 åren inom mejeriprodukter. En stor joker, men ett område där vi vet detaljerad planering pågår, är ett framtida inträde i köttbranschen. Vi har skrivit om Engro Foods vid ett flertal tillfällen i våra månadsbrev



## Månadsbrev januari 2013 - Tundra Pakistanfond

med grundtesen att aktiens värdering gradvis kommer närma sig Unilever Pakistan och Nestle Pakistan. Värderingen är nu i linje med Unilever Pakistan (under uppköp) men fortsatt väsentligt lägre än Nestle Pakistan. Unilever Pakistan är därtill i nuläget under uppköp men utländska investerare, däribland Tundra Pakistanfond har påpekat att utköpserbudandet är 40-50% för snålt. Som det enda likvida alternativet i en snabbväxande sektor, med en mycket skicklig

företagsledning tror vi att många utlänningar framöver kommer fortsätta lockas av aktien trots en relativt hög värdering. Riskerna på kort sikt är framförallt relaterat till moderbolaget Engro Corp (äger ca 90% av Engro Foods). Dels att moderbolaget Engro Corp väljer att sälja mer aktier i marknaden givet den starka kursuppgången alternativt att moderbolagets höga skuldsättning påverkar Engro Foods möjligheter att säkerställa finansiering för fortsatta kapacitetsinvesteringar.

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)	Notering svaluta	Förändr. 1 mån (lokal valuta)
				FY2011A	FY2012A/E	FY2013E				
OGDC	7,6%	8538	Pakistans största olja- och gasbolag	12,6	8,9	7,6	4,0%	-2,1%	PKR	0,7%
National Bank of Pakistan	7,5%	984	Pakistans näst största bank, fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning	5,6	5,6	5,7	13,8%	2,3%	PKR	5,3%
Pakistan Petroleum	7,2%	3009	Pakistans näst största olja- och gasbolag	8,8	6,9	6,2	5,3%	-1,6%	PKR	1,3%
Engro Foods	6,5%	828	Pakistans "Unilever" eller "Wim-Bill-Dann", litet men mycket snabbväxande livsmedelsföretag, framförallt förpackad mjölk	161,7	34,8	24,5	0,0%	5,2%	PKR	8,3%
Hub Power	5,2%	574	Pakistans största kraftbolag, hög direktavkastning	9,9	7,4	6,8	13,2%	4,1%	PKR	7,2%
Pakistan Telecom	4,7%	719	Pakistans "Telia". Äger även mobilteleoperatören Ufone med 24 miljoner abonnenter	9,0	10,0	7,2	9,4%	4,3%	PKR	7,3%
Pakistan Oilfields	4,6%	1094	Pakistans tredje största oljebolag	9,8	8,7	7,8	12,2%	0,4%	PKR	3,3%
MCB Bank	4,2%	2003	Pakistans fjärde största bank, högst lönsamhet, kommer förbättra eller bibehålla marknadsandel på ca 8%	9,3	9,1	9,3	6,2%	-1,4%	PKR	1,5%
Habib Bank	3,4%	1472	Pakistans största bank, historiskt hög och stabil avkastning på eget kapital	6,9	6,3	6,5	6,3%	-2,1%	PKR	0,7%
United Bank	3,3%	1134	Pakistans största bank, historiskt hög och stabil avkastning på eget kapital	7,8	6,1	6,4	2,3%	5,1%	PKR	8,2%

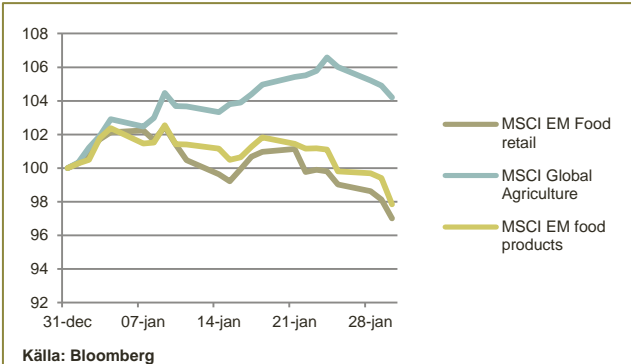
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Månadsbrev januari 2013 - Tundra Agri & Food

### Marknaden

MSCI Emerging Markets Food Retail Index (SEK) sjönk 3,1% under månaden medan MSCI Emerging Markets Food Products Index sjönk 2,4% (SEK) och MSCI Global Agriculture Index steg 3,7%. Svenska kronan stärktes 2,2% mot USD under månaden.

Diagram 10: Marknadsutveckling januari (SEK)



Livsmedelsdetaljister var den bästa delsektorn under 2012, men var den sämsta i januari då de föll 3,1%. I flera av de länder som fonden investerar i ser vi tydliga vinsthemtagningar i livsmedelsdetaljister efter ett bra 2012. Undantag från den internationella trenden av vinsthemtagningar i livsmedelssektorn var Ryssland där Magnit, en av Rysslands största och snabbast växande livsmedelsbolag, steg 16% under januari och Dixy steg 6%.

Nyhetsflödet inom livsmedelssektorn domineras fortfarande av huruvida torkan i USA kommer få långsiktiga följder för priserna eller ej. Marknaden är splittrad i frågan: å ena sidan kan rekordskörden i USA i år komma att rätta till förra årets obalanser, å andra sidan är internationella lagernivåer så låga att de krävs mer än en rekordskörd i USA för att priserna ska falla.

De globala lagernivåerna av spannmål är som vi nämnt tidigare de lägsta på 40 år. På grund av de stigande priserna för foder har även boskapsbesättningen i USA minskat. För närvarande är antalet nötdjur det samma som det var 1941. Under januari stängde Cargill slakterkapacitet motsvarande 4% av den totala kapaciteten i USA. Detta p g a bristande lönsamhet.

Vi menar att riskerna överväger på uppsidan. Det är torrt eller mycket torrt i stora delar av USAs jordbruksstater. Dessutom är spannmålspriserna känsliga för alla eventuella väderstörningar i andra delar av världen. Argentina drabbades delvis av torka under förra året

medan landet nyligen drabbats av mycket kraftigt regn, vilket kan komma att påverka globala spannmålspriser. Spannmålspriser stabiliserades eller steg i januari efter att ha sjunkit i december. Vete sjönk 2%, majs steg 4% och sojaböner steg 2%, allt i SEK. Prisuppgångarna är fortfarande betydande sedan juni 2012 månads inledning, då vete stigit 15%, majs 42% och sojaböner 18%.

Diagram 11: Ureapriset (USD/ton)

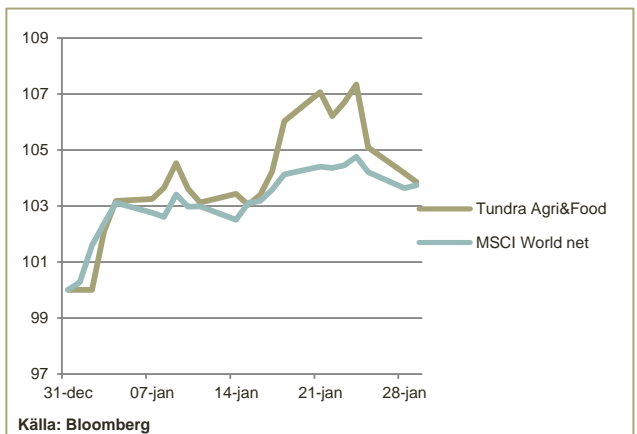


Många jordbruksproducenter satsar på mycket gödsel för att nå en så stor skörd som möjligt då spannmålspriserna är väsentligt högre än de senaste 10 åren. Ureapriser är säsongsmässigt starka i början på varje år. Prisuppgången för urea i Svarta Havet, som tillhör de mest likvida marknaderna i världen, har stigit 15% sedan årets början.

### Fonden

Tundra Agri & Food steg 3,0% (SEK) i januari jämfört med MSCI World (SEK) som steg 2,8% och MSCI Emerging Markets (SEK) som sjönk 0,9% under samma period.

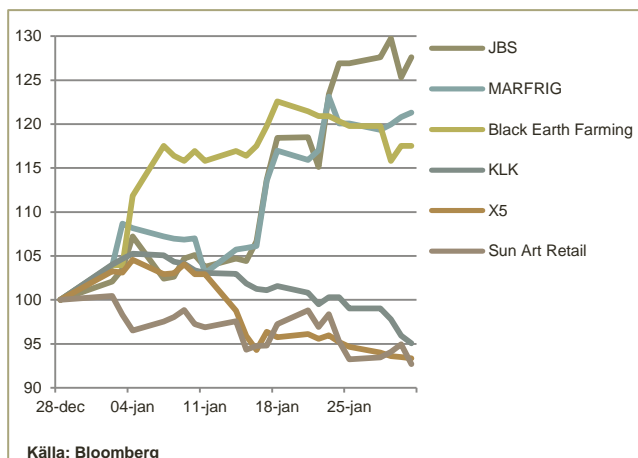
Diagram 12: Fonden vs marknaden



## Månadsbrev januari 2013 - Tundra Agri & Food

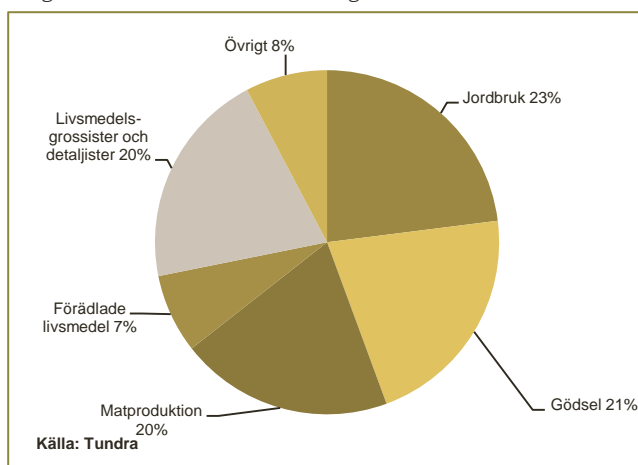
Vid månadens slut ägde fonden 40 aktier från 16 länder. Ryssland (26%), Kina (18%) och Brasilien (14%) är de tre länder fonden har störst exponering mot. Bäst utveckling i SEK under månaden uppvisade JBS (+28%), Marfrig (+21%) och Black Earth Farming (+17%). Sämst utveckling uppvisade Sun Art Retail (-7%), X5 (-7%) och KLK (-5%).

Diagram 13: Bäst och sämst januari



Fonden behåller något högre vikt mot gödsel företag och jordbruksproducenter. Mot bakgrund av vår syn på spannmålspriser för 2013 bör omvärdering av dessa sektorer ske. Båda sektorerna hade en relativt svag utveckling under 2012.

Diagram 14: Fondens sektorfördelning



Vi nämnde att Cargill stängt slakterikapacitet i USA. Det höjer förväntningarna på stigande nötköttpriser och förbättrade marginaler för distributörer såsom JBS och Marfrig. JBS och Marfrig är två av världens största nötköttstributörer med verksamhet i alla världsdelar utom Afrika. Black Earth Farming-aktien har återhämtat sig efter den stora nyemissionen i december. Nyemissionen i Black Earth Farming finansierar ett stort avtal med Pepsi Co om leveranser av potatis, socker och solrosolja. Affären sänker risken i Black Earth Farming då man har säker avsättning till officiella priser. Livsmedelsdetaljister var den sämsta sektorn i januari då de föll 3,1%. Vi passade på att köpa sydafrikanska Shoprite till fonden efter svag utveckling (-24%) i januari.

## Månadsbrev januari 2013 - Tundra Agri & Food

Tabell 3: 10 största innehav Tundra Agri & Food

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	P/E			Dir. avk. (2013)	Förändr. 1 mån (SEK)	Noteris -valuta	Förändr. 1 mån (lokal valuta)
					FY2011A	FY2012E	FY2013E				
Black Earth Farming	Ryssland	6,2%	288	Jordbruksföretag, en av världens största markägare	na	na	7,2	na	17,5%	SEK	17,5%
JBS	Brasilien	4,8%	11 278	Världens största producent av nötkött. Finns i alla världsdelar utom Afrika. Även betydande kyckling och fläskproducent.	na	21,7	13,3	1,7	27,6%	BRL	27,2%
Brasil Foods	Brasilien	4,1%	19 369	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojaböner och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien	99,1	54,7	21,5	1,2	4,9%	USD	7,6%
China Bluechem	Kina	3,8%	1 272	Ett av Kinas största gödsel-företag	10,9	10,1	9,2	3,7	6,0%	HKD	8,8%
Indofood	Indonesien	3,8%	5 452	Störst på vidareförädlad mat i Indonesien	17,4	16,8	15,0	2,5	0,2%	IDR	3,4%
Almarai	Saudi Arabien	3,6%	7 012	Största mejeriet i Gulfländerna med nästan 50% marknadsandel på mjölk och yogurt. Har under senare år breddat verksamheten till bla juicer och andra förädlade livsmedel.	18,4	16,3	13,6	2,9	1,1%	SAR	3,1%
Sinofert	Kina	3,5%	1 748	Ett av Kinas största gödsel-företag	15,0	12,5	10,8	1,5	-1,0%	HKD	1,6%
Agrinos	Mexico	3,3%	319	Säljer och producerar biologisk jordförbättrare	na	na	3,2	na	-5,6%	NOK	-5,1%
Sun Art Retail	Kina	3,2%	13 876	Livsmedelsdetaljist, störst i Kina inom stormarknadssegment	40,1	36,2	30,4	1,3	-7,3%	HKD	-4,9%
Lianhua Supermarket	Kina	3,1%	365	En av Kinas största livsmedelsdetaljister	na	13,0	12,0	2,8	0,0%	HKD	2,6%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Appendix I – Utveckling aktiemarknader

	Avkastning i lokal valuta				Avkastning i SEK			
	Januari 2013	3 månader	Hitills i år	12 månader	Januari 2013	3 månader	Hitills i år	12 månader
<b>Tillväxtmarknader</b>								
MSCI Emerging Markets TR (net)	1,4%	7,7%	1,4%	7,6%	-1,0%	3,3%	-1,0%	0,4%
Brasilien	-2,0%	4,7%	-2,0%	-5,2%	-1,6%	2,7%	-1,6%	-22,2%
Chile	5,8%	6,7%	5,8%	6,8%	5,0%	4,4%	5,0%	4,0%
Colombia	1,8%	1,4%	1,8%	8,1%	-0,8%	0,3%	-0,8%	2,8%
Egypten	2,6%	-1,6%	2,6%	20,6%	-5,0%	-14,1%	-5,0%	1,0%
Filippinerna	7,4%	15,1%	7,4%	33,3%	5,6%	11,4%	5,6%	30,8%
Indien	2,4%	7,5%	2,4%	15,7%	2,7%	4,1%	2,7%	0,2%
Indonesien	3,2%	2,4%	3,2%	13,0%	0,0%	-2,8%	0,0%	-2,1%
Kina (A-aktier)	6,5%	19,2%	6,5%	9,0%	4,3%	14,6%	4,3%	3,2%
Kina (H-aktier)	6,1%	14,6%	6,1%	7,4%	3,5%	9,8%	3,5%	0,1%
Malaysia	-3,6%	-2,7%	-3,6%	7,0%	-7,5%	-8,5%	-7,5%	-2,2%
Marocko	-3,7%	-5,5%	-3,7%	-20,1%	-3,8%	-5,9%	-3,8%	-23,1%
Mexiko	3,6%	8,8%	3,6%	21,0%	2,9%	7,3%	2,9%	15,6%
Peru	3,9%	3,1%	3,9%	-2,3%	0,3%	-0,7%	0,3%	-5,2%
Polen	-1,3%	8,3%	-1,3%	14,4%	-4,0%	7,3%	-4,0%	11,9%
Ryssland	4,9%	8,5%	4,9%	2,2%	3,5%	8,6%	3,5%	-3,8%
Sydafrika	3,1%	9,0%	3,1%	19,8%	-4,4%	1,2%	-4,4%	-2,3%
Sydkorea	-1,8%	2,6%	-1,8%	0,3%	-6,0%	-1,5%	-6,0%	-3,3%
Taiwan	2,0%	9,5%	2,0%	4,4%	-2,2%	3,8%	-2,2%	-2,5%
Thailand	5,9%	13,5%	5,9%	36,0%	5,8%	11,9%	5,8%	31,3%
Tjeckien	-1,7%	5,2%	-1,7%	5,2%	-3,5%	-3,5%	-3,5%	0,6%
Turkiet	0,7%	8,6%	0,7%	37,8%	-0,1%	6,3%	-0,1%	29,9%
Ungern	6,6%	0,8%	6,6%	2,5%	6,0%	-2,1%	6,0%	0,0%
Latinamerika	3,7%	8,6%	3,7%	0,1%	1,3%	4,2%	1,3%	-6,6%
Asien	1,7%	7,7%	1,7%	12,3%	-0,7%	3,3%	-0,7%	4,7%
EMEA	-0,4%	7,1%	-0,4%	8,4%	-2,7%	2,7%	-2,7%	1,1%
<b>Gränsmarknader</b>								
MSCI Frontier Markets 100 TR (net)	7,1%	11,3%	7,1%	14,8%	4,6%	6,7%	4,6%	7,1%
Argentina	21,3%	49,0%	21,3%	24,2%	16,7%	36,8%	16,7%	0,9%
Bangladesh	0,3%	-5,9%	0,3%	1,8%	-1,5%	-7,5%	-1,5%	1,2%
Bosnien & Herz.	4,1%	10,7%	4,1%	-0,7%	4,3%	11,2%	4,3%	-3,6%
Bulgarien	15,7%	21,2%	15,7%	23,8%	15,9%	21,8%	15,9%	20,0%
Ecuador	-0,2%	-0,5%	-0,2%	5,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Estland	5,0%	14,1%	5,0%	40,7%	5,2%	14,6%	5,2%	36,4%
Förenade Arabern.	16,3%	16,5%	16,3%	31,5%	13,6%	11,8%	13,6%	22,6%
Kazakhstan	10,3%	8,0%	10,3%	-10,9%	7,4%	3,5%	7,4%	-18,1%
Kenya	6,9%	6,5%	6,9%	37,0%	2,4%	-0,8%	2,4%	22,4%
Kroatien	8,5%	7,6%	8,5%	9,3%	8,5%	7,1%	8,5%	5,7%
Kuwait	5,2%	8,3%	5,2%	6,4%	2,9%	3,9%	2,9%	-2,0%
Lettland	1,1%	5,6%	1,1%	4,8%	1,1%	5,6%	1,1%	1,6%
Litauen	5,3%	8,0%	5,3%	20,2%	5,5%	8,4%	5,5%	16,5%
Mongoliet	0,5%	10,2%	0,5%	-11,4%	-2,1%	6,3%	-2,1%	-18,9%
Nigeria	13,4%	20,5%	13,4%	52,6%	10,1%	15,5%	10,1%	45,9%
Pakistan	1,6%	7,2%	1,6%	21,4%	2,2%	9,2%	2,2%	31,2%
Qatar	4,4%	2,1%	4,4%	1,8%	2,0%	-2,1%	2,0%	-5,0%
Rumänien	6,4%	11,3%	6,4%	12,1%	8,0%	15,9%	8,0%	7,8%
Serbien	8,8%	26,8%	8,8%	14,0%	10,5%	30,2%	10,5%	4,9%
Slovakien	-2,5%	-1,2%	-2,5%	-10,4%	-1,9%	-0,8%	-1,9%	-13,2%
Slovenien	0,4%	7,6%	0,4%	6,9%	7,9%	0,8%	7,9%	3,6%
Sri Lanka	3,1%	5,5%	3,1%	2,2%	1,8%	4,3%	1,8%	-14,1%
Ukraina	2,4%	2,4%	2,4%	-40,0%	-1,3%	-1,5%	-1,3%	-44,8%
Vietnam	16,0%	23,5%	16,0%	23,7%	13,1%	18,6%	13,1%	16,4%
<b>Utvecklade marknader</b>								
MSCI World TR (net)	5,1%	8,4%	5,1%	15,9%	2,7%	4,0%	2,7%	8,1%
Hong Kong	4,7%	9,6%	4,7%	16,4%	2,2%	5,1%	2,2%	8,5%
Nasdaq	4,1%	5,5%	4,1%	11,7%	1,6%	1,2%	1,6%	4,1%
Nikkei 225	7,2%	24,8%	7,2%	26,5%	-1,5%	4,6%	-1,5%	-1,4%
OMX Stockholm 30	5,8%	11,1%	5,8%	12,8%	5,8%	11,1%	5,8%	12,8%
S&P 500	5,0%	6,1%	5,0%	14,1%	2,6%	1,7%	2,6%	6,5%
Singapore	3,6%	8,0%	3,6%	12,9%	-0,1%	2,1%	-0,1%	7,0%
STOXX Europe 600	2,7%	6,3%	2,7%	12,9%	3,3%	6,7%	3,3%	9,4%
<b>Sektorer (tillväxtmarknader)</b>								
Bank och finans	4,3%	13,2%	4,3%	12,5%	1,9%	8,5%	1,9%	4,9%
Verkstad	1,0%	6,9%	1,0%	3,0%	-1,4%	2,5%	-1,4%	-4,0%
Dagligvaror	1,8%	7,2%	1,8%	19,8%	-0,6%	2,8%	-0,6%	11,7%
Energi	1,3%	4,2%	1,3%	-10,3%	-1,1%	-0,1%	-1,1%	-16,3%
IT	-0,5%	7,8%	-0,5%	13,6%	-2,8%	3,4%	-2,8%	6,0%
Kraft	2,7%	4,1%	2,7%	-2,9%	0,3%	-0,2%	0,3%	-9,5%
Läkemedel	-0,8%	1,5%	-0,8%	18,1%	-3,1%	-2,6%	-3,1%	10,1%
Basindustri	-0,7%	6,3%	-0,7%	-8,0%	-3,0%	1,9%	-3,0%	-14,2%
Sällanköpsvaror	-1,8%	3,1%	-1,8%	3,6%	-4,0%	-1,1%	-4,0%	-3,4%
Telekom	0,0%	2,4%	0,0%	6,6%	-2,3%	-1,9%	-2,3%	-0,6%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder



## Appendix II – Utveckling råvaror

	Utveckling i USD			
	Januari 2013	3 månader	Hittills i år	12 månader
<b>Soft commodities</b>				
Kaffe	2,2%	-5,0%	2,2%	-31,7%
Kakao	-1,4%	-7,7%	-1,4%	-3,8%
Majs	6,1%	-2,2%	6,1%	27,1%
Palmolja	6,4%	2,9%	6,4%	-19,9%
Ris	4,3%	4,6%	4,3%	10,8%
Soja	4,2%	-3,6%	4,2%	20,8%
Vete	0,2%	-11,3%	0,2%	6,0%
<b>Energi</b>				
Kol (coking coal, Kina)	0,0%	0,6%	0,0%	-3,8%
Kol (steam coal, Australien)	0,4%	15,5%	0,4%	-23,4%
Kol (steam coal, Kina)	-0,1%	-0,9%	-0,1%	-20,1%
Naturgas (Henry Hub)	-3,2%	-5,1%	-3,2%	32,1%
Olja (Arabian Light)	3,5%	6,4%	3,5%	0,8%
Olja (Brent)	4,2%	6,5%	4,2%	5,3%
Olja (WTI)	6,2%	13,0%	6,2%	-1,0%
<b>Gödsel</b>				
Ammonia	-4,4%	-8,4%	-4,4%	38,8%
Fosfat	0,0%	0,0%	0,0%	-7,3%
Potash	-0,6%	-6,5%	-0,6%	-14,8%
Sulfur	0,0%	0,0%	0,0%	-27,3%
Urea	14,3%	11,9%	14,3%	12,2%
<b>Metaller</b>				
Aluminium	0,9%	9,7%	0,9%	-6,6%
Guld	-0,7%	-3,3%	-0,7%	-4,3%
Järnmalm	4,8%	24,6%	4,8%	6,3%
Koppar	3,0%	5,2%	3,0%	-1,9%
Nickel	7,4%	13,2%	7,4%	-12,1%
Paladium	5,5%	22,8%	5,5%	8,5%
Platinum	8,9%	6,9%	8,9%	5,7%
Silver	3,7%	-2,4%	3,7%	-5,2%
Stål	3,0%	3,1%	3,0%	-9,0%
Zinc	3,1%	14,7%	3,1%	1,9%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Appendix III – Utveckling valutor

	Lokal valuta per 1 SEK							
	Januari 31, 2013	Oktober 31, 2012	December 31, 2012	Januari 31, 2012	Januari 2013	3 månader	Hittills i år	12 månader
Argentina (peso)	1,2789	1,3928	1,3229	1,5716	-3,3%	-8,2%	-3,3%	-18,6%
Bangladesh (taka)	0,0800	0,0800	0,0800	0,0800	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Bosnien Hercegovina (mark)	4,4166	4,3970	4,3887	4,5476	0,6%	0,4%	0,6%	-2,9%
Brasilien (real)	3,1970	3,2670	3,1690	3,8940	0,9%	-2,1%	0,9%	-17,9%
Bulgarien (lev)	4,4170	4,3960	4,3885	4,5480	0,6%	0,5%	0,6%	-2,9%
Chile (peso) X100	0,1350	0,1379	0,1358	0,1384	-0,6%	-2,1%	-0,6%	-2,5%
Colombia (peso) x100	0,3580	0,3620	0,3680	0,3760	-2,7%	-1,1%	-2,7%	-4,8%
Egyptien (pund)	0,9480	1,0850	1,0220	1,1310	-7,2%	-12,6%	-7,2%	-16,2%
Euro	8,6381	8,5988	8,5802	8,8972	0,7%	0,7%	0,7%	-2,9%
Filippinerna (peso)	0,1560	0,1610	0,1580	0,1590	-1,3%	-3,1%	-1,3%	-1,9%
Förenade Arabem. (dirham)	1,7326	1,8064	1,7699	1,8516	-2,1%	-4,1%	-2,1%	-6,4%
Hong Kong (dollar)	0,8203	0,8561	0,8391	0,8769	-2,2%	-4,2%	-2,2%	-6,5%
Indien (rupee)	0,1192	0,1232	0,1187	0,1372	0,4%	-3,2%	0,4%	-13,1%
Indonesien (rupia) X100	0,0660	0,0690	0,0670	0,0760	-1,5%	-4,3%	-1,5%	-13,2%
Japan (yen) X100	6,9366	8,3168	7,4962	8,9161	-7,5%	-16,6%	-7,5%	-22,2%
Kazakstan (tenge)	0,0400	0,0400	0,0400	0,0500	0,0%	0,0%	0,0%	-20,0%
Kenya (shilling)	0,0700	0,0800	0,0800	0,0800	-12,5%	-12,5%	-12,5%	-12,5%
Kina (renminbi)	1,0233	1,0637	1,0432	1,0781	-1,9%	-3,8%	-1,9%	-5,1%
Kroatien (kuna)	1,1379	1,1428	1,1349	1,1743	0,3%	-0,4%	0,3%	-3,1%
Kuwait (dinar)	22,6280	23,5870	23,1050	24,4990	-2,1%	-4,1%	-2,1%	-7,6%
Lettland (lati)	12,3522	12,3472	12,3031	12,7266	0,4%	0,0%	0,4%	-2,9%
Malaysia (ringgit)	2,0480	2,1770	2,1270	2,2370	-3,7%	-5,9%	-3,7%	-8,4%
Marocko (dirham)	0,7701	0,7730	0,7686	0,7986	0,2%	-0,4%	0,2%	-3,6%
Mexiko (peso)	0,5006	0,5067	0,5059	0,5212	-1,0%	-1,2%	-1,0%	-4,0%
Mongoliet (togrog)	0,0046	0,0047	0,0047	0,0050	-2,1%	-2,1%	-2,1%	-8,0%
Nigeria (naira)	0,0405	0,0422	0,0416	0,0422	-2,6%	-4,0%	-2,6%	-4,0%
Pakistan (rupee)	0,0651	0,0692	0,0669	0,0752	-2,7%	-5,9%	-2,7%	-13,4%
Peru (ny sol)	2,4623	2,5602	2,5475	2,5292	-3,3%	-3,8%	-3,3%	-2,6%
Polen (zloty)	2,0596	2,0778	2,1039	2,1083	-2,1%	-0,9%	-2,1%	-2,3%
Qatar (rial)	1,7480	1,8221	1,7859	1,8677	-2,1%	-4,1%	-2,1%	-6,4%
Rumänien (lei)	1,9712	1,8913	1,9298	2,0469	2,1%	4,2%	2,1%	-3,7%
Ryssland (rubel)	0,2120	0,2116	0,2131	0,2241	-0,5%	0,2%	-0,5%	-5,4%
Serbien (dinar)	0,0776	0,0758	0,0763	0,0840	1,7%	2,4%	1,7%	-7,6%
Singapore (dollar)	5,1397	5,4361	5,3230	5,4058	-3,4%	-5,5%	-3,4%	-4,9%
Sri Lanka (rupee)	0,0504	0,0509	0,0509	0,0597	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-15,6%
Sydafrika (rand)	0,7103	0,7649	0,7685	0,8706	-7,6%	-7,1%	-7,6%	-18,4%
Sydkorea (won)	0,0058	0,0061	0,0061	0,0061	-4,9%	-4,9%	-4,9%	-4,9%
Taiwan (dollar)	0,2153	0,2270	0,2239	0,2295	-3,8%	-5,2%	-3,8%	-6,2%
Thailand (bhat)	0,2131	0,2161	0,2126	0,2195	0,2%	-1,4%	0,2%	-2,9%
Tjeckien (koruny)	0,3365	0,3427	0,3421	0,3514	-1,6%	-1,8%	-1,6%	-4,2%
Turkiet (lira)	3,6175	3,7009	3,6434	3,8276	-0,7%	-2,3%	-0,7%	-5,5%
Ukraina (hryvnia)	0,7815	0,8128	0,8078	0,8470	-3,3%	-3,9%	-3,3%	-7,7%
Ungern (forint)	0,0295	0,0303	0,0295	0,0302	0,0%	-2,6%	0,0%	-2,3%
USD (dollar)	6,3617	6,6346	6,5032	6,8000	-2,2%	-4,1%	-2,2%	-6,4%
Vietnam (dong) X1000	0,3057	0,3185	0,3122	0,3237	-2,1%	-4,0%	-2,1%	-5,6%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder