

Tundra Frontier Opportunities Fund – Introduktion



TUNDRA  FONDER

Andelar i värdepappersfonder kan både öka och minska i värde, det är därför inte säkert att man vid försäljning alltid får tillbaka investerade pengar. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Informationsbroschyren, årsredovisning, halvårsredogörelse, faktablad och övrig information finns på vår hemsida www.tundrafonder.se. Du kan också kontakta oss om du vill att vi ska skicka dessa handlingar kostnadsfritt till dig.

Perceptionsarbitrage ...

När vi lanserade Tundra Pakistanfond oktober 2011 var intresset minst sagt svalt. Med ett fåtal undantag möttes vi av bortvända blickar. Investerare som vi haft många års kontakt med, som hade stort förtroende för oss skakade på huvudet. "Hur kan ni riskera en seriös satsning med..det där". En del var till och med arga. Vi gick runt och försökte förklara för investerare, stora som små, fördelarna med att investera på en marknad som de flesta enbart förknippade med våld, naturkatastrofer och sorg. Säg Indien och de flesta ser en bild av Gandhi framför sig. Säg Pakistan och den bild de flesta fick framför sig var Osama Bin Laden. De där inledande mötena ökade dock enbart vår övertygelse. När den allmänna uppfattningen om en aktie, en sektor eller – som i Pakistans fall – en marknad är så odelat negativ så är det oftast en god idé att investera. Vi kallar det "perceptionsarbitrage" – Möjligheten att tjäna pengar på det faktum att investerare är alltför negativa (eller positiva). Det är också ett av två huvudteman vi kommer tillämpa i förvaltningen av Tundra Frontier Opportunities Fund och anledningen till namntillägget "Opportunities".

..och catching up effekten

När jag som relativt nybakad rådgivare och analytiker på Hagströmer & Qvibergs en gång ledande avdelning för tillväxtmarknader stötte på ett bolag vid namn Oresa Ventures föddes idén till vårt andra tema. Oresa Ventures var ett riskkapitalbolag med inriktning mot Östeuropa huvudägt av familjen af Jochnick (idag mest kända för sitt ägande i Oriflame). Bolaget hade inledningsvis två delar – en portfölj av noterade aktier och en portfölj med onoterade aktier. Det var den andra delen som lockade mig. I möten med bolaget fick jag förklarat den grundläggande affärsidén, att ta fungerande idéer från utvecklade marknader, t ex stormarknader, restaurantkedjor och sedan implementera dessa på marknader där denna typ av verksamheter saknas. Grundtesen är att utvecklade, fattiga marknader så småningom blir mindre utvecklade och mindre fattiga. När detta sker förändras konsumtionsbeteendet. Köpkraften och köpbeteendet liknar allt mer så som det ser ut på utvecklade marknader. Jag minns min fascination inför möjligheten att "få göra om historien". Tänk att t ex få vara en av de fyra grundarna till ICA 1939. I Pakistan har den största stormarknadsaktören idag 9 varuhus. Hur många ICA Maxi finns det bara i Sverige? Genom årens lopp har vi förvaltare i vårt arbete sett förändringarna ske på tillväxtmarknader. I t ex Ryssland existerade knappt modern detaljhandel för 15 år sedan. Idag är landet halvvägs mot att i sitt köpbeteende fungera som i

Sverige. I många av världens gränsmarknader har denna process enbart inletts. Marknader som Pakistan, Nigeria, Bangladesh, Vietnam men även en del traditionella tillväxtmarknader kommer gå igenom samma utvecklingsprocess som vi i västvärlden en gång gjort. Vårt andra tema för fonden som vi vill investera i är den s k "catching up effekten".

Utvecklat på gott och ont

När vi en gång i tiden började investera i Ryssland fanns inget centralt förvaringsregister för aktier. Varje gång en affär gjordes, eller i alla fall en gång i veckan, skickades en kurir ut till företagets kontor där ägarförändringar skrevs in i aktieboken. Mycket har hänt sedan mitten av 90-talet men många av de marknader Tundra Frontier Opportunities kommer investera i är idag mycket utvecklade avseende finansiell infrastruktur. En stor utmaning för fonden kommer vara att hantera riskerna förknippade med detta. En annan utmaning är transaktionskostnader. Låga historiska volymer och komplicerad affärsavveckling innebär att mycket tid och ansträngning behöver läggas på att effektivisera handeln och minimera transaktionskostnader. Det handlar inte enbart om att minimera courtage utan även att välja rätt motparter, att skära led i valutaväxlingar och att – när det behövs – ställa hårt mot hårt.

Våra bästa idéer på gräns- och tillväxtmarknader

Målsättningen med fonden är att få in våra allra mest spännande idéer på gräns- och tillväxtmarknader. En kombination av en långsiktig portfölj med bolag vars tillväxtpåbud är bättre än kanske någon annanstans i världen med att selektivt utnyttja orimliga prissättningar på enskilda marknader som uppstår för att flocken av portföljförvaltare för tillfället tittar åt ett annat håll. Precis som i alla Tundras fonder är vår målsättning att kontinuerligt uppdatera våra andelsägare om vad vi gör i fonden. När det går bra likväl som när det går dåligt. En fond får aldrig vara en svart låda. Ju mer riskfylld fonden är och ju bredare förvaltarens mandat är desto viktigare blir detta. Svängningarna kommer vara stora och det är vår starka rekommendation att man som investerare, precis som ni som investerat i Pakistan, antar en investeringshorisont om minst 10 år.



Mattias Martinsson

Förvaltare Tundra Frontier Opportunities

Gränsmarknader – De nya tillväxtmarknaderna

1988 utgjorde tillväxtmarknader 1% av världsindex. Tillväxtmarknader som kategori var något nytt. 2011 utgjorde tillväxtmarknader 13% av världsindex och en ny kategori, gränsmarknader, hade tillkommit och utgjorde 1%.

Vad är egentligen gränsmarknader?

Gränsmarknader är den svenska benämningen på vad man utomlands kallar "frontier markets". Det är länder där det går att investera på aktiemarknaden men som

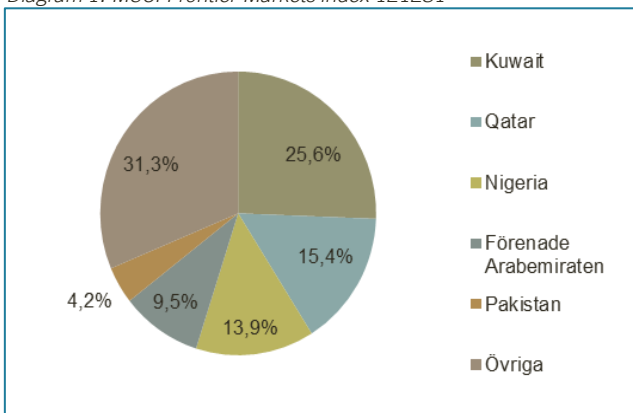
- Har låg ekonomisk utveckling och/eller
- Har kapitalmarknader som är svårtillgängliga för utländska investerare

Stora skillnader mellan länderna

Definitionen av gränsmarknader har inneburit att det är två helt olika kategorier av länder som ingår i index för tillgångsklassen.

Gränsmarknadssegmentet domineras idag av ett antal länder i mellanöstern. Rika länder men med relativt unga kapitalmarknader som ej integrerats i internationella kapitalmarknader och som p g a punkt 2 ovan därför klassificeras som gränsmarknader.

Diagram 1: MSCI Frontier Markets index 121231



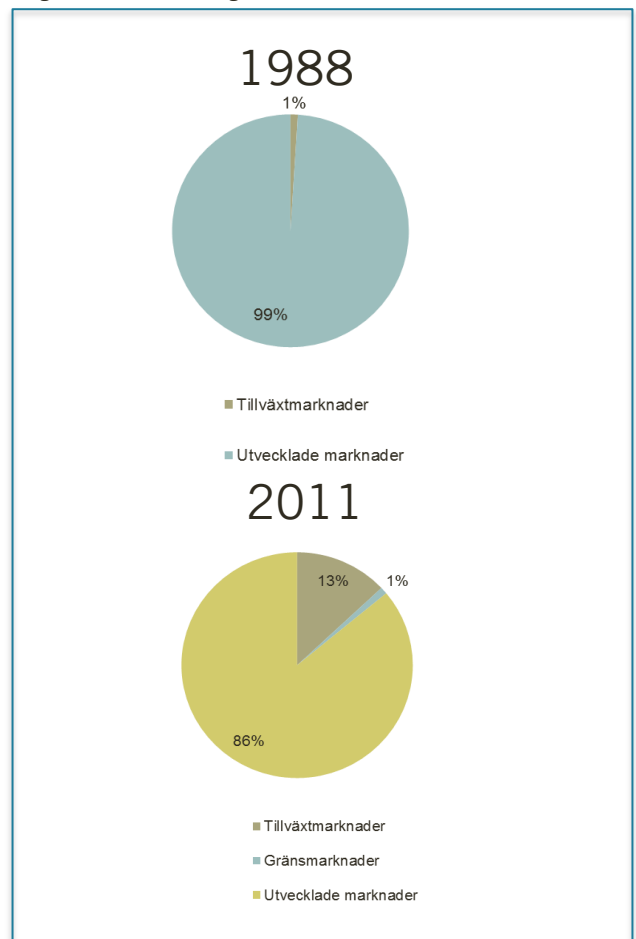
Blandningen av länder med väldigt olika förutsättningar blir inte alltid helt lyckad. Kuwait med 2,4 miljoner människor utgör t ex drygt 25% av index. Adderar vi Qatar och Förenade Arabemiraten innebär det att mer än hälften av MSCI Frontier Markets index utgörs av länder med en befolkning som är marginellt högre än Sveriges. Dessa tre länder är därtill mer välbeställda än Sverige. Qatars BNP/invånare var 2010-11 omkring USD 98 000/invånare, Förenade Arabemiraten USD 64 000 och Kuwait 43 000 medan Sveriges BNP/invånare uppgick till USD 57 000. Detta behöver inte betyda att

dessa länder inte kan utvecklas vidare men det är ganska fjärran från den gängse uppfattningen att gränsmarknader ligger långt bakom utvecklingen i tillväxtmarknader och utvecklade marknader.

Tundra föredrar gränsmarknader med låg ekonomisk utveckling

Det är inte denna typen av marknader som vi på Tundra anser vara de mest intressanta. Vi är mer intresserade av marknader med låg ekonomisk utveckling till dags datum, med stora befolkningar. Det kan låta som en klyscha men vår långsiktiga uppfattning är att folk i världen får det bättre. Vi tror på en värld som gradvis integreras och där de ekonomiska skillnaderna mellan länder över tiden minskar.

Diagram 2: Tillväxt- och gränsmarknader andel av MSCI World



För oss är det således mer intressant att investera i länder som Pakistan, Nigeria, Bangladesh och Vietnam. Dessa länders totala befolkning är idag lika stor som hela EU:s men deras börsvärde utgör omkring 3% av EU-ländernas. Här finns större utvecklingsmöjligheter tror vi.

Gränsmarknader – Tillväxtmarknader om 20 år

Ett viktigt argument varför det kan vara värt att vara med tidigt på nya marknader får man genom att studera historien. Nedan presenterar vi två exempel på en idag framgångsrik tillväxtmarknad jämfört med ett lämpligt jämförelseland på en gränsmarknad idag.

Extrapoleringen av i detta fallet Pakistans respektive Sri Lankas utveckling utgår från att dessa båda länder ekonomiskt och befolkningsmässigt behåller sin genomsnittliga tillväxttakt de senaste tjugo åren. I båda ländernas fall har perioden delvis präglats av betydande säkerhetspolitiska oroligheter. I Sri Lankas fall inbördeskrig som officiellt avblåstes i maj 2009 och i Pakistans fall deltagande i kriget mot terrorismen som i väsentlig utsträckning hämmat utländska investerares intresse. Självklart är det en mycket enkel jämförelse. Det kan idag tyckas svårt att jämföra ett "så utvecklat land" som Malaysia med Sri Lanka som så sent som för fyra år sedan befann sig i ett regelrätt inbördeskrig. En av Tundras medarbetare reste dock runt i Indonesien

1995, en tid då landet fortfarande betraktades som en diktatur. I samband med resan blossade oroligheterna i forna Jugoslavien upp vilket gav en omedelbar förnimmelse om vad som skulle kunna hända i Indonesien när diktaturen föll. I just Indonesiens fall skedde demokratiseringen sedermera under relativt lugna former. Poängen är att många av dagens numera framgångsrika tillväxtmarknader kommer från en mycket mindre stabil bas, präglade av många av de osäkerhetsmoment som idag förknippas med gränsmarknader såsom t ex Pakistan och Sri Lanka. Det kan tyckas som en "no brainer" att hösten 1998 köpa ryska aktier. Något som gått ned 97% kunde väl knappast gå ned mer? I realiteten satt vi under hösten och på allvar diskuterade riskerna med att General Lebed skulle komma till makten och dennes syn på kärnvapenhantering. Med få undantag har de flesta riktigt bra långsiktiga aktieaffärer sitt ursprung i att man tar på sig en risk som inte alla investerare är beredda att ta. Vår lansering av Tundra Pakistanfond var ett sådant exempel. Vår lansering av Tundra Frontier Opportunities Fund blir förhoppningsvis ett annat.

Tabell 1: Indonesien 1993 och 2013 vs Pakistan 2013 och 2033

	Indonesien 1993	Pakistan 2013
BNP/invånare (USD)	838	1295
Invånare (milj)	188	180
BNP (MUSD)	157544	233100
	Indonesien 2013	Pakistan 2033E*
BNP/invånare (USD)	4060	3123
Invånare (milj)	248	281
BNP (MUSD)	1006880	877184

Källa: IMF; * baseras på antagande om samma tillväxt 2013-2033 som 1993-2013

Tabell 2: Malaysia 1993 och 2013 vs Sri Lanka 2013 och 2033

	Malaysia 1993	Sri Lanka 2013
BNP/invånare (USD)	3413	3100
Invånare (milj)	20	21
BNP (MUSD)	68260	65100
	Malaysia 2013	Sri Lanka 2033*
BNP/invånare (USD)	11500	15530
Invånare (milj)	29,5	26
BNP (MUSD)	339250	403013

Källa: IMF; * baseras på antagande om samma tillväxt 2013-2033 som 1993-2013

Diagram 3: Börsvärde 30 största aktier Pakistan vs Indonesien (USD)

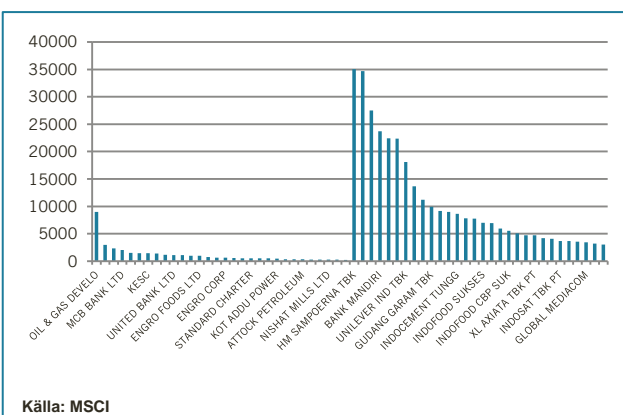
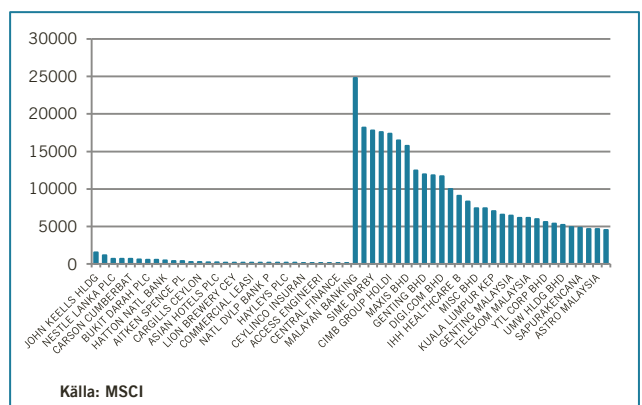


Diagram 4: Börsvärde 30 största aktier Sri Lanka vs Malaysia



Vad är egentligen gränsmarknader?

Gränsmarknader är den svenska benämningen på vad man utomlands kallar "frontier markets". Det är länder där det går att investera på aktiemarknaden men som

- Har låg ekonomisk utveckling och/eller
- Har kapitalmarknader som är svårtillgängliga för utländska investerare

Skillnaden mellan gränsmarknader och utvecklade marknader är inte alltid helt tydlig. Världens största och mest kända indexleverantör MSCI definierar skillnaden enligt nedan:

Utvecklade marknader

- Marknader som har en BNP/invånare som överstiger Världsbankens definierade tröskel (i nuläget USD 12276/invånare) med 25% under tre på varandra följande år. Sveriges BNP/invånare är i nuläget t ex ca USD 40 000/invånare. Turkiet är i nuläget på ca USD 10 000/invånare.
- Det ska därtill finnas minst 5 noterade bolag med ett marknadsvärde överstigande USD 1800 miljoner och med en fritt handlad pott aktier (som ej ägs av strategiska ägare) om USD 900 miljoner. Minst 20% av dessa bolags aktier skall omsättas årligen.
- Anledningen till att flera marknader som uppfyller dessa kriterier, t ex Sydkorea, ändå inte finns med i utvecklade marknader är de slutliga kriterierna. Det finns fyra mer kvalitativa kriterier som berör hur enkelt det är att nå access till marknaden, hur lätt det är att sätta in respektive ta ut pengar från landet, hur effektiv den finansiella infrastrukturen är etc.

Man ska dock inte underskatta att klassificeringarna sker i samråd med internationella

investerare. Det har t ex pågått en diskussion om Sydkorea (BNP/invånare USD 22 000) där det finns ett motstånd mot att flytta landet till den utvecklade kategorin p g a ett stort och brett ägande i tillväxtmarknadsfonder.

Tillväxtmarknader

- Ingen definierad tröskel avseende BNP/invånare.
- Det ska finnas 3 bolag med ett marknadsvärde överstigande USD 900 miljoner i börsvärde och med en fritt handlad pott aktier (som ej ägs av strategiska ägare, även kallad "free float") på USD 450 miljoner och minst 15% av bolagets aktier skall omsättas årligen.
- Öppenhet gentemot utländska investerare och enkelhet att föra kapital in och ut ur landet är "god" ("significant"), finansiella infrastrukturen är "bra och beprövad" medan det räcker med "blygsam" stabilitet avseende juridiska ramverk, politisk struktur etc.

Gränsmarknader

- Ingen definierad tröskel avseende BNP/invånare
- Det ska finnas 2 bolag med ett marknadsvärde överstigande USD 450 miljoner i börsvärde och med en fritt handlad pott aktier (som ej ägs av strategiska ägare, även kallad "free float") på USD 33 miljoner och minst 2,5% av bolagets aktier skall omsättas årligen.
- Viss öppenhet gentemot utländska investerare, vissa möjligheter att föra kapital in och ut ur landet och "blygsamt" utvecklad finansiell infrastruktur och "blygsam" stabilitet i juridiska och politiska ramverk.

Tabell 3: MSCI indelning av marknader

Utvecklade marknader			Tillväxtmarknader			Gränsmarknader				
Amerika	Europa och Mellanöstern	Asien och stillahavsområdet	Amerika	Europa, mellanöstern och Afrika	Asien	Amerika	Europa och Östeuropa	Afrika	Mellanöstern	Asien
Kanada USA	Belgien Danmark Finland Frankrike Grekland Irland Israel Italien Nederländerna Norge Portugal Schweiz Spanien Storbritannien Sverige Tyskland Österrike	Australien Hong Kong Japan Nya Zeeland Singapore	Brasilien Chile Colombia Mexiko Peru	Tjeckien Egypten Ungern Marocko Polen Ryssland Sydafrika Turkiet	Kina Indien Indonesien Sydkorea Malaysia Filippinerna Taiwan Thailand	Argentina Jamaica Trinidad & Tobago	Bosnien och Herc. Bulgarien Kroatien Estland Lettland Kazakhstan Rumänien Serbien Slovenien Ukraina	Botswana Ghana Kenya Mauritius Nigeria Tunisien Zimbabwe	Bahrain Jordanien Kuwait Libanon Oman Qatar Saudi Arabien För. Arabem.	Bangladesh Pakistan Sri Lanka Vietnam

Källa: MSCI