

# TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV MAJ 2013



## Månadsbrev maj 2013 - Tillväxtmarknader under maj

### Tillväxtmarknaderna i maj

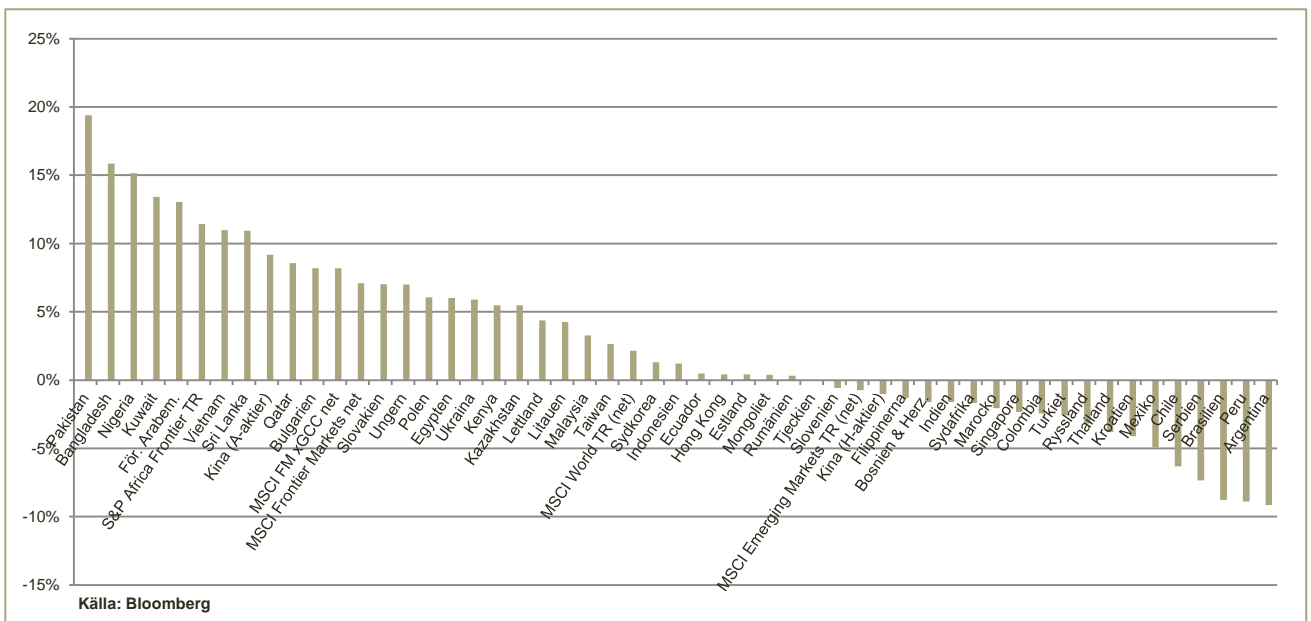
Maj blev ännu en dålig månad för investerare på tillväxtmarknader. MSCI EM net föll 0,7% (SEK) och har därmed fallit 1,7% hittills i år. Statistik över de globala fondflödena visar att sista veckan i maj uppvisade det största utflödet från tillväxtmarknadsfonder globalt sett sedan december 2011. Utvecklade marknader steg 2,1% i maj. Därmed är skillnaden i avkastning mellan tillväxtmarknader och utvecklade marknader 15,1 procentenheter till utvecklade marknadernas fövor hittills i år. Gränsmarknaderna uppvisade återigen en bra månad och MSCI FM steg 7,1% i SEK (+19,9% sedan årsskiftet).

Under den gångna månaden skulle effekterna och uthålligheten i den globalt pågående penningpolitiska stimulanspaketet komma att ifrågasättas. En rad uttalanden från FED-ledamöter kom av marknaden att tolkas som en nära förestående nedtrappning av den amerikanska centralbankens s k QE. Detta reflekterades i den amerikanska 10-åriga obligationsräntan som steg drygt 40 baspunkter. Parallellt noterades en rad räntesänkningar från flera centralbanker (bl a Korea, Polen och Turkiet) i tillväxtregionerna. Med en mindre räntedifferens mellan tillväxtmarknaderna och USA noterades kapitalflöden från tillväxtmarknaderna tillbaka till amerikanska statspapper. Tillväxtvalutorna försvagades därmed också. Brasilianska realen tappade 7,0% i värde mot USD, sydafrikanska randen 12,2% och chilenska peson 6,3%. I många fall blev marknadsnedgången mest dramatisk i länder med bytesbalansunderskott då de i högre utsträckning är

beroende av portföljinflöden för att finansiera sina underskott. Flödena begränsades dock inte bara till ränteinstrument, även aktier drogs med i trenden. Trenden fick ytterligare bränsle under andra halvan av maj då marknaden började ifrågasätta effekterna av Bank of Japans pågående obligationsköp liksom premiärminister Abes finanspolitiska stimulans. Statistik över japanska investerares flöden till utländska aktier, inklusive tillväxtmarknader, visade således föga förvånande att dessa vänt från plus till minus under månaden. Den makrostyrda marknadsutvecklingen manifesterade sig också i utflöden från tillväxtmarknads-ETFer. Ytterligare källa till oro blev sämre än väntad makrostatistik i Kina, inte minst i form av inköpschefindex för maj. Ett flertal bedömare valde under maj att revidera ned sina prognoser för landets tillväxt under 2013.

Bästa enskilda land under maj blev glädjande nog Pakistan. Av de tio bästa aktiemarknaderna under maj var samtliga gränsmarknader (undantaget Kinas inhemska A-aktiemarknad vars tillgänglighet är begränsad för utländska investerare). Latinamerika kom att bli sämsta regionen bland de traditionella tillväxtmarknaderna under maj, -5,0% (SEK). I takt med att marknadens oro för ett sammanbrott i eurozonen har avtagit, har korrelationen mellan aktier på tillväxtmarknader fallit, så även i maj. Korrelationen mellan enskilda aktier befinner sig nu under det långsiktiga genomsnittet. Möjligheterna att skapa överavkastning genom aktivt aktieval är därför större än på länge.

Diagram 1: Tillväxtmarknader maj 2013 (SEK)



## Månadsbrev maj 2013 - Tillväxtmarknader under maj

### Afrika – den nya kontinenten

Som investerare är det inte ofta man får chans att prata om nya oupptäckta kontinenter. Under våren har det mot bakgrund av allt medialt fokus på Afrika dock onekligen känts så. Investerare på tillväxtmarknader har under lång tid haft möjlighet att investera i Sydafrika. Sydafrika har inte bara varit ett självklart inslag i de flesta globala tillväxtmarknadsfonder utan också den huvudsakliga destinationen för det stora flertalet afrikafonder tillgängliga i Skandinavien. Sydafrika är dock långt ifrån den mest spännande delen av det afrikanska tillväxtundret. Med länder som Nigeria, Kenya och Ghana finns det betydligt intressantare länder att fokusera på. Mycket talar för att 11 av världens 20 snabbast växande länder de närmaste fem åren ligger i Afrika. Fokus för vårt intresse ligger på vad som betecknas Sub-Sahara Afrika (eller SSA), området söder om Sahara (d v s länder som Egypten, Marocko och Algeriet ej medräknade). Inte minst Nigeria är värt att kika på då landet inom en livstid har goda möjligheter att bli en ny ekonomisk supermakt. Betänk att landet idag är världens åttonde mest folkrika, har världens 10:e största oljereserv, är Afrikas näst största ekonomi efter Sydafrika och förväntas gå om Sydafrika inom ett decennium. Om den revidering av Nigerias ekonomiska statistik som pågår för närvarande fortskrider som planerat kan Nigeria gå om Sydafrika redan inom två år. Åren 2000-2011 motsvarade SSA:s BNP-tillväxt en årstakt om 6,5% jämfört med Sydafrikas 3,5%. Under det gångna decenniet ökade dessutom skillnaden i tillväxttakt.

### Inte bara råvaror

Nyckeln till SSA:s tillväxt det senaste decenniet har ibland felaktigt förklarats med stigande råvarupriser. Det är en förenklad förklaring. I verkligheten är det en rad faktorer som tillsammans bidragit positivt. Beräkningar visar att bara ca 1/3 av tillväxten kan förklaras av höga råvarupriser. Andra minst lika viktiga faktorer är förbättrad politisk stabilitet, bättre ekonomisk politik, investeringar från företag och utlandet och det faktum att man kommer från en låg ekonomisk bas. IMF uppskattar att omkring 1/3 av Nigerias tillväxt de senaste åren kan härledas till oljeexporten. Länder som Kenya och Senegal är inte råvaruexportörer men har detta till trots lyckats uppvisa bra tillväxtsiffror under samma period. Den största sektorn i SSA-ekonomierna idag, och har varit så under lång tid, är således inte råvarusektorn utan servicesektorn. För regionen som helhet står den för ca 60% av BNP.

### Förändrat politiskt klimat

Att det politiska klimatet blivit avsevärt mer stabilt i SSA de senaste decennierna är ett faktum. Därmed inte sagt att samtliga länder numera är demokratier. SSA är hem för ett stort antal vitt skilda politiska system varav en del med västerländska mått mätt skulle klassificeras som totalitära. Men från ett kapitalmarknadsperspektiv har det viktigaste varit att politiska schismer i allt mindre utsträckning tar sig uttryck i form av väpnade konflikter (antalet väpnade konflikter i regionen var under 2000-talet ca hälften av antalet under 1990-talet) och att de väpnade konflikter som de facto pågår i allt högre utsträckning har blivit marginaliserade till begränsade delar av länder snarare än nationella konflikter.

Parallellt med en politisk stabilisering har också en sundare ekonomisk politik förts. Från att tidigare ha skylt regionens allt svagare ekonomi på det koloniala arvet och omvärldsfaktorer tvingades man från 1990-talet inse att ett stort problem kom från regionen självt i form av stora budgetunderskott, skenande inflation (i mitten av 1980-talet var den genomsnittliga inflationen 40%, att jämföra med de senaste årens 5-10%) och valutakurser som inte sattes på marknadsmässiga grunder.

### Utländska investeringar

Investeringar från utlandet, inte minst sydafrikanska företag, har också bidragit positivt. Exempel på föregångsexempel är mobiloperatörer, konsumentbolag, flygbolag, banker och gruvbolag. Denna expansion utanför Sydafrikas gränser möjliggjordes delvis av apartheids fall, då landets bolag tidigare långt ifrån alltid var välkomna i resten av regionen. Det ska i sammanhanget poängteras att SSA:s del av sydafrikanska bolags totala verksamhet fortfarande är begränsad, i bästa fall 30-40% av vinsten. Mer känt är kanske Kinas ekonomiska engagemang i SSA. Handelsströmmarna har tagit sig uttryck i form av export av råvaror, inte minst olja, från Afrika till Kina medan kineserna exporterat arbetsintensiva förädlade produkter. Kritik har ibland framförts mot den asiatiska jättens inblandning i Afrika då man hävdar (vilket är helt korrekt) att Kina har som policy att inte bland sig i andra länders inre angelägenheter (t ex i form av förtryck av minoriteter). I sammanhanget ska dock påpekas att SSA:s handelsströmmar med Kina är koncentrerat till ett fåtal länder – även om statistiken är tvetydig pekar IMF:s statistik på att SSA:s export till Kina till 95% sker från fem länder varav Angola står för drygt 40% (de övriga fyra är Republiken Kongo, Sudan, Sydafrika och Demokratiska Republiken Kongo). Även

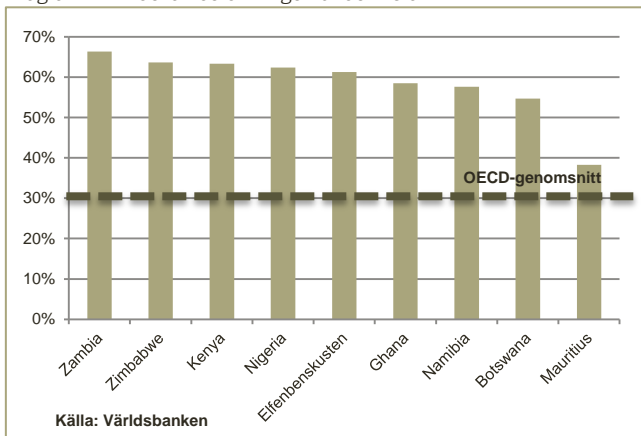
## Månadsbrev maj 2013 - Tillväxtmarknader under maj

om handeln med Europa fortfarande är större än den med Kina (USD 190 miljarder mot USD 110 miljarder år 2011; Kina gick om USA som SSA:s andra största handelspartner 2009) spelar Kina idag en viktigare roll för Afrika än G8 gör. Studier visar att historiskt har varje procentenhets förändring av tillväxten i Kina påverkat SSA:s tillväxt med en tredjedels procentenhet.

### Befolkningen fördubblas

En av de i särklass mest attraktiva karaktärsdragen i den afrikanska tillväxtsagan är regionens demografiska situation. FN estimerar i en studie att SSA:s befolkning kommer dubblas de närmaste femtio åren till närmare två miljarder. Medianåldern är idag 20 år, att jämföra med Asiens 30 år och Europas 40 år. Afrikanska Utvecklingsbanken menar att en tredjedel (knappt 300 miljoner) av befolkningen i SSA 2010 levde på en daglig inkomst i intervallet USD 2-20 (köpkraftsjusterat), det inkomstsegment som i internationella jämförelser brukas betecknas medelklass. Baserat på prognoser om den ekonomiska tillväxten liksom populationstillväxten hävdas ibland att SSA år 2060 kommer ha ökat medelklassen till över 1 miljard människor. Det är en kittlande tanke i ljuset av att det är en inkomstgrupp som under det nästkommande halva seklet i ökad utsträckning kommer vilja köpa en TV, dator, motorcykel eller större bostad.

Diagram 2: Andel av befolkningen under 25 år



I sammanhanget runt befolkningssammansättningen bör också regionens urbanisering nämnas.

Uppskattningsvis bor fyra av tio afrikaner (räknat på hela kontinenten) i tätorter. Motsvarande siffra för Latinamerika, Europa och Nordamerika är ca åtta av tio. Samtidigt vet vi att urbanisering globalt sett som regel har medfört bättre levnadsstandard, högre produktivitet och borgar för utbyggnad av infrastrukturen. Värt att notera är att stor-Lagos (Nigerias finanscentrum) räknas

till världens sjunde största urbana område räknat i befolkningensmängd, större än såväl New York som Tokyo.

### Utmaningar och risker

Även om mycket talar för att SSA har en ljus framtid framför sig, står regionen också inför flera utmaningar och som investerare i regionen ska man vara medveten om riskerna:

- Korruptionen är utbredd. Det försvårar alla former av investeringar. Det allmänna säkerhetsläget är också problematiskt, vilket är uppenbart för var och en som reser i regionen.
- Även om väpnade konflikter avtagit till antalet de senaste åren är de ett uppenbart inslag i flera av regionens länder. I Nigeria har t ex den islamistiska fundamentalistiska organisationen Boko Haram ökat intensiteten i sina attacker under senare tid. President Goodluck Jonathan valde därför nyligen att införa undantagstillstånd i flera delstater i norra Nigeria.
- Infrastrukturen är bristfällig. Det tar sig kanske tydligast uttryck i form av undermåliga vägar och massiv brist på elektricitet. Världsbanken konstaterar att bara ca en femtedel av SSA:s vägnät är asfalterat. Elektricitetsbristen märks i de ständiga strömavbrotten och företagens höga omkostnader för att på egen hand producera elektricitet. Det är t ex inte ovanligt att enskilda bankkontor har egna dieselgeneratorer tillgängliga för täcka behoven när den allmänna produktionen inte är tillräcklig. I sammanhanget ska dock nämnas att SSA de senaste åren har initierat införandet av olika tekniska lösningar, inte minst inom mobiltelefoniområdet, som delvis kompenserar för en del av regionens brister inom infrastrukturområdet. Banktjänster genom mobiltelefonen är ett sådant exempel – med en fungerande mobilbank kan regionen delvis kringgå dyra bankkontor liksom svårigheterna att fysiskt transportera pengar.
- Fallande råvarupriser och lägre tillväxt i Kina kommer att negativt påverka SSA:s tillväxt även om regionen långt ifrån är rena råvaruexportörer.

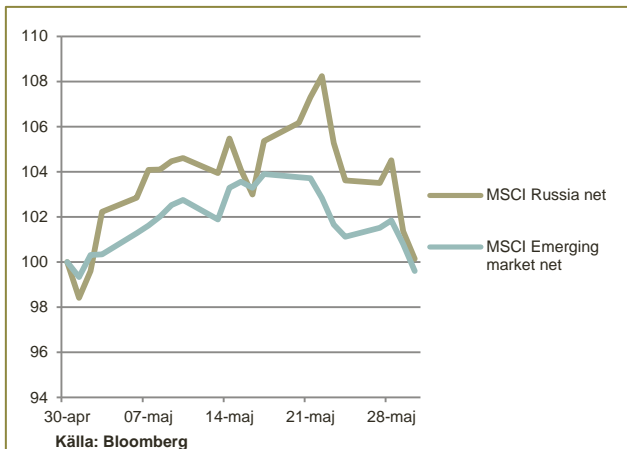
Utmaningarna till trots ter sig Afrikas framtid ljusare ut än på länge. Mycket talar för att kontinenten står inför samma resa som de andra tillväxtkontinenterna redan gjort. Tycker man den afrikanska tillväxten verkar spännande och tror liksom vi att bästa sättet är att investera direkt i länder som Nigeria och Kenya, snarare än i Sydafrika, är fonden Tundra Nigeria & Sub-Sahara Fund ett alternativ.

## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Rysslandsfond

### Marknaden under maj

Den ryska marknaden, mätt som MSCI Russia Net, föll 0,5% (SEK) i maj, att jämföra med övriga tillväxtmarknader (MSCI Emerging Market Net), som föll 0,7%. USD steg 2,0% mot SEK under maj.

Diagram 3: Ryssland vs tillväxtmarknader (SEK)



Ryska marknaden steg 10% mellan första maj och 22 maj i SEK. Sedan föll marknaden snabbt lika mycket och utan rekyl uppåt den sista veckan. Bästa sektor i Ryssland under maj (SEK) var Detaljhandel, som steg 9,5%. Det var också den enda sektorn som steg under månaden. Sämsta sektor var Kraft, vilken föll 9,8%, följt av Energi som föll 5,2%. Övriga sektorindex föll mellan 2 och 5%. Oljepriset konsoliderade i intervallet USD 100-105 under maj efter att ha varit pressat i mitten av april. Brent stängde oförändrat och LMEs råvaruindex steg 5,1%, båda i SEK.

Förutom att oljepriset höll sig över den psykologiskt viktiga USD 100-nivån så var nyheterna från Ryssland mestadels negativa under månaden.

En känd ekonom, Sergei Guriev, som var rektor på Moscow New Economic School och medlem i Sberbanks styrelse, gick i exil efter att ha blivit förhörd av säkerhetspolisen. De ryska utredarna krävde att få full tillgång till all hans elektroniska korrespondens, både professionell och privat, för de senaste fem åren. Några dagar efter att han lämnade landet blev han intervjuad i New York Times där han menade att han inte kan återvända till Ryssland under en överskådlig framtid. Han kommer bara återvända om han inte blir åtalad.

Levada Center, som anses vara Rysslands mest aktade opinionsinstitut kan komma att behöva avveckla sin verksamhet efter att ha funnits i 24 år. Det verkar som

att alla inte är lika nöjda med institutets arbete. I mitten av maj varnade åklagarämbetet att de bröt federala lagar. I ett skriftligt uttalande från Levada meddelades att man kan bli tvungna att stänga verksamheten.

Rättegången mot oppositionspolitikern Navalny har fortsatt under maj. Han riskerar 10 års fängelse för bedrägeri.

Surgutneftegaz rapporterade redovisning enligt internationell redovisningsstandard, IFRS, under april. Aktiemarknaden drog en lättadens suck när det kunde konstateras att den stora nettokassan på över USD 10 mdr bekräftades. Däremot var de egna aktier som bolaget tidigare ägde och som fanns med i bolagets senaste IFRS-redovisning för sju år sedan försvunna (omkring 40% av aktiestocken och ett värde på omkring USD 15 mdr). Någon vecka efter det att IFRS offentliggjorts hade bolaget en kapitalmarknadsdag. Men tyvärr dök inte VD upp och de närvarande bolagsrepresentanterna vägrade svara på frågor om var aktierna hade tagit vägen. Oppositionella mindre mediakällor i Ryssland kallar det för en av världshistoriens största stölder. Förhoppningarna står nu till att aktierna kan finnas i något av bolaget närstående bolag eller i någon av pensionsstiftelserna.

Den ryska ekonomin fortsätter att vara svag. Ryska SCB, Rosstat, rapporterade att tillväxten under första kvartalet var 1,6%, den lägsta sedan 2009. Inköpschefsindex för maj var något lägre än för april. Sysselsättningen i den delvis internationellt konkurrensutsatta tillverkningsindustrin föll i maj. Bilimporten föll 12% jämfört med maj förra året. Järnvägstransporter föll 3,9% jämfört med maj förra året. Inflationen fortsätter dock att vara ett problem. Den steg till 7,4% under maj från 7,2% i april, vilket gör det svårt för centralbanken att sänka styrräntorna.

### Fonden under maj

Fonden steg 0,5% under maj medan marknaden mätt som MSCI Russia net föll 0,5% (SEK). Positiv kursutveckling i tre aktier, X5, Global Trans och IBS stod för mer än hela meravkastningen mot index under månaden. Fondens övervikt i Kraft och Råvaror bidrog däremot negativt till relativutvecklingen.

## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Rysslandsfond

Diagram 4: Fonden vs marknaden (SEK)

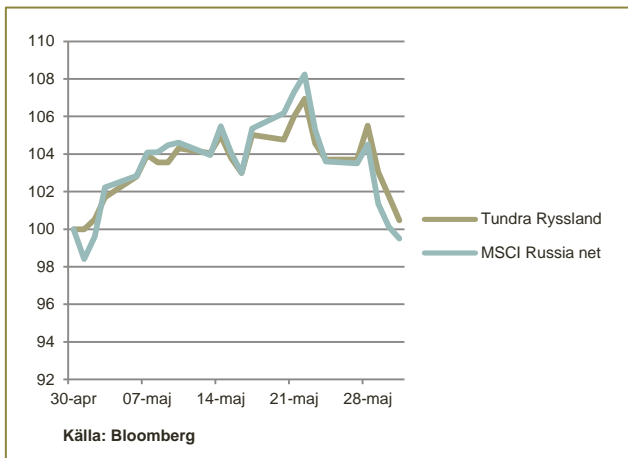
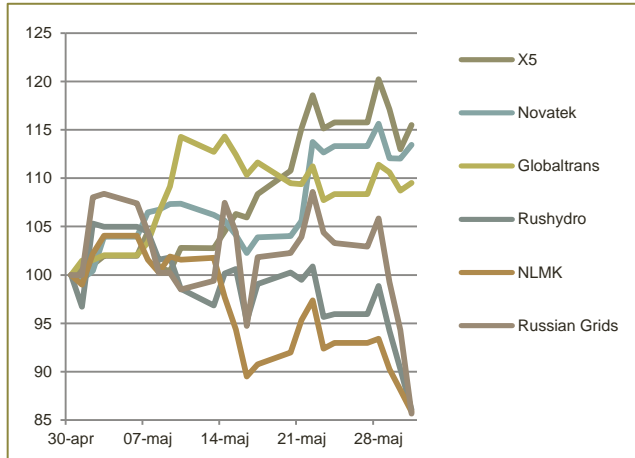


Diagram 5: Bäst och sämst maj månad (SEK)



Bäst utveckling (SEK) under månaden i fonden uppvisade X5 (+16%), Novatek (+13%) och Global Trans (+10%). Sämst utveckling uppvisade Russian Grid, f d MRSK Holding, (-14%), NLMK (-14%) och Rushydro (-14%).

Under månaden genomfördes relativt små förändringar. IT företaget IBS annonserade under maj att de har lämnat in dokumentation för att särnotera sitt framgångsrika IT-outsourcing företag Luxsoft i USA, vilket var positivt för aktien.

Bästa delsektorer i fonden för månaden var detaljhandel, verkstad och IT. I vart och ett av dess ingick de tre aktier som nämndes ovan. Även telekommunikation gav ett positivt bidrag. Sämsta sektorer under maj var energi och kraft.

Tabell 1: 10 största innehav Tundra Rysslandsfond

| Bolag         | Tundra vikt i portfölj | Börsvärde (USD m) | Kort beskrivning  | P/E     |         |                  | förändr. 1 mån (SEK) | Notering svaluta | Föränd. 1 mån (lokal valuta) |
|---------------|------------------------|-------------------|---|---------|---------|------------------|----------------------|------------------|------------------------------|
|               |                        |                   |   | FY2012A | FY2013E | Dir. avk. (2013) |                      |                  |                              |
| Sberbank pref | 9,1%                   | 66 858            | Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning    | 5,7     | 4,2     | 6,2%             | 0,1%                 | RUB              | 0,4%                         |
| Gazprom ADR   | 9,0%                   | 89 486            | Världens största gasbolag   | 2,1     | 2,4     | 7,5%             | -2,5%                | USD              | -4,7%                        |
| Lukoil ADR    | 8,3%                   | 50 268            | Rysslands största privat ägda oljebolag                             | 4,5     | 4,1     | 6,1%             | -4,6%                | USD              | -6,8%                        |
| Surgut pref   | 8,1%                   | 27 339            | Ett av Rysslands största oljebolag med nettokassa på över USD 10mdr | 4,8     | 3,4     | 7,8%             | -11,1%               | RUB              | -10,9%                       |
| X5            | 4,8%                   | 5 377             | Rysslands näst största livsmedelsdetaljst                           | 20,0    | 18,3    | 0,0%             | 15,5%                | USD              | 12,9%                        |
| IBS GDR       | 4,4%                   | 531               | Rysslands största IT företag  | 13,6    | 10,7    | 4,4%             | 8,4%                 | EUR              | 7,5%                         |
| Novatek GDR   | 4,2%                   | 34 067            | Största privatägda gasbolaget i Ryssland                            | 12,8    | 11,3    | 3,1%             | 13,4%                | USD              | 10,9%                        |
| MTS lokala    | 4,2%                   | 16 484            | Rysslands största mobilteleoperatör                                 | 9,3     | 7,0     | 9,4%             | -7,5%                | RUB              | -7,2%                        |
| Globaltrans   | 4,1%                   | 2 717             | En av Rysslands största tågoperatörer                               | 8,3     | 7,6     | 4,7%             | 9,5%                 | USD              | 7,0%                         |
| Magnit        | 4,0%                   | 21 191            | Rysslands största livsmedelsdetaljst                                | 24,8    | 22,2    | 1,3%             | 7,5%                 | RUB              | 7,8%                         |

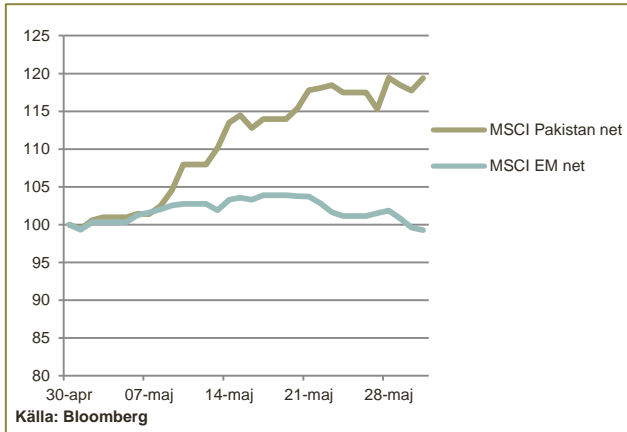
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Pakistanfond

### Marknaden

MSCI Pakistan net (SEK) steg 19,4% under månaden, jämfört med MSCI EM net (SEK) som föll 0,7%.

Diagram 6: Pakistan vs tillväxtmarknader (SEK)



Parlamentsvalet i Pakistan var den viktigaste enskilda påverkande faktorn under månaden. Marknadens förhoppningar om ett maktskifte var förenat med viss oro om att valet ändå skulle följas av en period med osäkerhet kring regeringsbildning. När det visade sig att förhandsfavoriten och marknadens favorit PML-N mycket oväntat vann egen majoritet följde omedelbart större inflöden av kapital till aktiemarknaden.

Tydligheten i valresultatet är positiv av framförallt två anledningar:

- Det ger PML-N möjlighet att bedriva sin egen ekonomiska politik de närmaste åren utan eftergifter mot eventuella allianspartier. Det underlättar för investerare att förutspå den ekonomiska politiken de närmaste fem åren.
- PML-N har historiskt goda relationer till gulf länderna. Särskilt stark är relationen till Saudiarabien som hade en mycket frostig relation till föregående regering (PPP). Inom ett par dagar efter valet cirkulerade uppgifter kring att Saudiarabien, som ett komplement till Pakistans eventuella överenskommelse med IMF, skulle erbjuda ett stödlån i form av oljekrediter uppgående till USD 15 mdr över tre år. Detta skulle i princip eliminera risken för en akut kris i betalningsbalansen, en risk vi på Tundra flaggat för vid ett flertal tillfällen (*läs månadsbrev maj 2012 för en utförligare genomgång*).

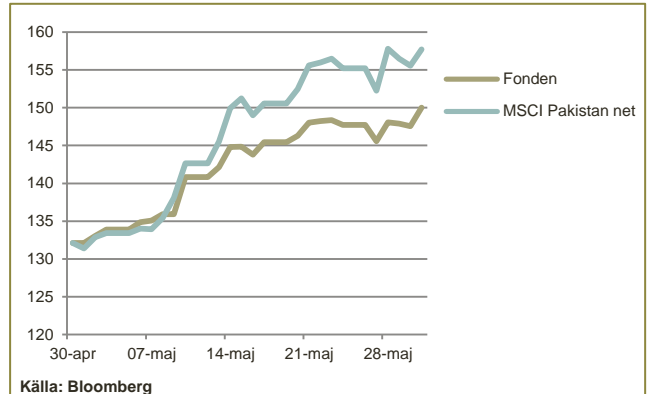
Tundra är nyligen hemkomna från vår senaste resa till Pakistan. Vi konstaterar en stark optimism lokalt kring förutsättningarna för att valresultatet, eller snarare

tydligheten i detta, omedelbart har resulterat i en stor ökning av intresseförfrågningar från framförallt mellanöstern. En stark optimism i en stark marknad är normalt en varningssignal. Vi upplever dock att den utlösande faktorn (tydligheten i valresultatet) var mycket överraskande för marknaden som helhet och denna påverkan har vi sett först under andra halvan av maj. Pakistan kommer inte vara immunt i det fall vi ser ett avtagande intresse för gränsmarknader. Vi ser dock en strukturell positiv faktor som är helt isolerad till Pakistan som med stor sannolikhet kommer påverka flöden på Pakistans finansiella marknader positivt det närmaste året.

### Fonden

Fonden steg 13,6% under månaden, jämfört med MSCI Pakistan net (SEK) som steg 19,4%.

Diagram 7: Fonden vs marknaden (SEK)



Fonden lyckades denna månaden inte hänga med marknaden då intresset koncentrerades till de största och mest indextunga aktierna. Flera av de mellanstora och små bolag vi tidigare under året tjänat relativ överavkastning i ignorerades när nya investerare genomförde sina första investeringar. Detta innebar att fonden under månaden tappade det försprång som byggts upp gentemot jämförelseindex tidigare under året. De relativa undervikterna i MCB Bank och OGDC var de mest kännbara. Dessa båda aktier utgör i nuläget 26% respektive 27% i MSCI Pakistan och steg 24% respektive 22% under månaden.

Vi har en positiv syn på OGDC-aktien och aktien har alltid utgjort ett av våra största innehav (max 10% tillåtet enligt fondbestämmelserna). I MCB har vi däremot gjort ett val att hålla en väsentligt lägre vikt än vad som är möjligt (i snitt 4-4,5% relativt 10% maximalt). Detta har hittills varit fel. Under andra veckan av juni har vi avyttrat hela vårt innehav och

## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Pakistanfond

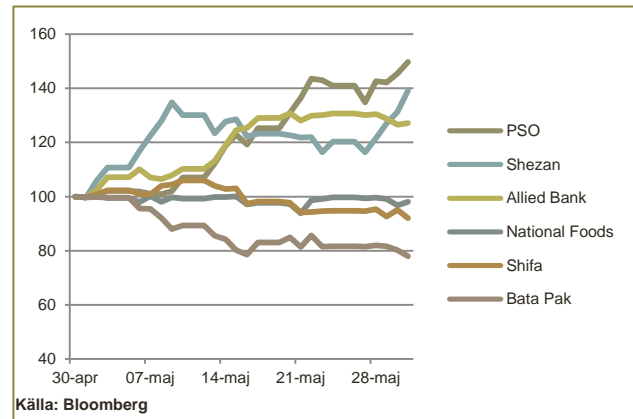
istället investerat i ett antal av de övriga större bankerna. Vi förklarar bakgrunden till detta beslut längre ned i texten.

Av övriga större investeringar har vi även valt att göra en inledande investering i Pakistans ledande islamiska bank, Meezan Bank, som vi träffade på vår senaste resa i slutet av maj.

Under maj erhöll fonden signifikanta inflöden. Mot bakgrund av vår tro att delar av dessa flöden är mer lättroliga har vi valt att huvudsakligen fokusera på de större mer likvida aktierna. Bland enskilda aktier vi ökat i ingår bl a Engro Corp, Pakistan Telecom och Lucky Cement. Aktier som vi minskat i inkluderar, utöver MCB Bank, också Hub Power där vi upplever att tilltron till den nya regeringens målsättning att minska kreditbindningen i energisektorn nu drivit ner direktavkastningen för aktien till nivåer där vi anser värderingen är rimlig.

Bästa investeringar under månaden var Pakistan State Oil (+50%), Shezan Intl (+39%) och Allied Bank (+27%). Sämsta investeringar var Bata Pakistan (-22%), Shifa Intl Hospitals (-8%) och National Foods (-2%).

Diagram 8: Bäst och sämst under maj månad (SEK)



### MCB Bank ut ur portföljen

Vi ägnar i detta månadsbrev en längre tid åt Pakistans största bank i termer av börsvärde som fått lämna vår portfölj tillsvidare.

Även när MCB Bank handlades till väsentligt lägre nivåer har vi upplevt likviditeten som en begränsande faktor (likt övriga bankaktier med undantag för National Bank of Pakistan) och har endast vid undantagsfall haft ett ägande överstigande 5% av fondförmögenheten. Vi

har istället valt en bredare korg av de 5-6 största bankaktierna, kompletterat med 1-2 mindre innehav där särskilda omständigheter medgett en viss exponering (t ex Askari Bank där Faujikoncernen nyligen förvärvade aktiemajoriteten). Detta ger oss möjligheten att vara mer uthålliga i varje innehav. Därtill erhåller vi en exponering som mer rättvisande reflekterar banksektorns generellt låga värdering i Pakistan och således långsiktigt bör ge en större uppsida. Under maj och hittills under juni har detta dock ej lönat sig då MCB fortsatt utvecklats starkare än genomsnittet av de större bankerna vilket i signifikant utsträckning bidragit till fondens underavkastning under maj och inledningen av juni.

Man ska vara försiktig med att dra alltför stora växlar på bankers relativvärdering. Skillnaderna sinsemellan är ofta mycket stora. "Dyra" banker tenderar att förbli dyra och vice versa på att investerare – med rätta skall tilläggas – lägger en särskilt stor vikt vid trygghet i sitt val av investering. Ett antal dåliga krediter kan förstöra ett långsiktigt case som i grunden handlar om en ekonomis tillväxt och ökad penetration av banktjänster. MCB Bank är enbart Pakistans fjärde största bank men historiskt den bästa banken mätt utifrån lönsamhet på eget kapital och val av låntagare. Dess huvudägare Mian Mansha kan liknas vid "Pakistans Rockefeller" och har ett stort och brett ägande inom pakistansk näringsliv. Det är en stabil och duktig ägare. MCB har således alltid varit betydligt dyrare än de fyra övriga storbankerna. Allting har dock ett pris.

Vi har gjort en genomgång av de fem största pakistanska bankerna där MCB Bank just nu innehar plats nummer 4 i termer av tillgångsmassa. Vi har sammanställt detta material i tabellen på nästa sida. Tabellen visar aktuell P/E-värdering relativt 5 års genomsnitt, aktuell värdering av det egna kapitalet (P/EK) relativt 5 års genomsnittlig värdering. Den visar aktuell avkastning på eget kapital (vilket kan motivera högre eller lägre värdering av det egna kapitalet) relativt fem års genomsnitt samt slutligen den underliggande tillväxten de senaste fem åren i eget kapital vilket visar historisk tillväxtförmåga i verksamheten.



## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Pakistanfond

Tabell 2: Sammanställning över Pakistans fem största banker \*

| Bank                 | Börsvärde (M USD) | Totala tillgångar (M USD) | P/E innev. år | 5 års genomsn. P/E | P/EK innev. år | 5 års genomsn. P/EK | Avk EK (%) | 5 år genomsn. Avk EK (%) | 5 år genomsn. tillv i EK |
|----------------------|-------------------|---------------------------|---------------|--------------------|----------------|---------------------|------------|--------------------------|--------------------------|
| Habib Bank           | 1544              | 16343                     | 7,1           | 6,8                | 1,1            | 1,1                 | 17,7       | 18,8                     | 16,2                     |
| MCB Bank             | 3193              | 7818                      | 14,7          | 8,2                | 2,9            | 1,7                 | 21,0       | 23,3                     | 13,8                     |
| United Bank          | 1373              | 9745                      | 7,9           | 5,9                | 1,4            | 0,9                 | 21,1       | 18,2                     | 16,5                     |
| National Bank of Pak | 944               | 13358                     | 6,1           | 4,8                | 0,7            | 0,6                 | 11,4       | 13,7                     | 5,7                      |
| Allied Bank          | 742               | 6417                      | 6,8           | 5,7                | 1,3            | 1,3                 | 23,2       | 24,6                     | 21,3                     |

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder, \* per 13/6 2013

Oavsett hur vi vänder och vrider på nyckeltalen framstår MCB som tydligt övervärderad relativt övriga fyra banker. Vi ser en genomsnittlig relativ uppsida på 30-80% i övriga fyra banker för att värderingsgapet skall nå de genomsnittliga nivåerna för de senaste fem åren. I våra ögon har MCBs värdering nu gått från ett läge där aktien trots premievärdering förtjänar en likviditetsjusterad position i vår portfölj till att vara uppenbart övervärderad relativt övriga stora banker och ej värdeskapande utifrån vårt placeringsmandat.

I en frontier markets jämförelse är MCB Bank därtill nu (tillsammans med Equity Bank i Kenya) den dyraste banken mätt utifrån P/EK av de fem största bankerna i respektive land på fyra av de största gränsmarknaderna utanför gulf länderna med liknande ekonomisk utvecklingsgrad. Detta i ett läge då den pakistanska banksektorn uppvisar obefintlig tillväxt p g a låg kredit efterfrågan och där en högre tillväxt i spåren av ökad ekonomisk aktivitet fortsatt är en förhoppning och i ett bra scenario ligger något år in i framtiden. Aktien får därmed tillsvidare lämna portföljen.

Tabell 3: Urval av banksektorns värdering P/EK på gränsmarknader exkl gulf länderna \*

| Nigeria                   |                  |      | Bangladesh                |                  |      |
|---------------------------|------------------|------|---------------------------|------------------|------|
|                           | Börsvärde (MUSD) | P/EK |                           | Börsvärde MUSD   | P/EK |
| Guaranty Trust            | 5040             | 2,7  | Islami Bank               | 748              | 1,5  |
| Zenith Bank               | 4366             | 1,5  | Prime Bank                | 413              | 1,5  |
| FBN Holding               | 3783             | 1,4  | Pubali Bank               | 374              | 1,6  |
| United Bank of Africa     | 2271             | 1,6  | National Bank             | 263              | 0,9  |
| Access Bank               | 1658             | 1,1  | Dutch Bangla Bank         | 255              | 2,2  |
| Kenya                     |                  |      | Vietnam                   |                  |      |
|                           | Börsvärde (MUSD) | P/EK |                           | Börsvärde (MUSD) | P/EK |
| Equity Bank               | 1259             | 2,9  | Bank for foreign trade    | 3375             | 1,7  |
| Kenya Commercial          | 1204             | 2,1  | Vietnam JS Commercial Bnk | 3025             | 1,5  |
| Barclays Bank             | 943              | 3,1  | Saigon Commercial         | 896              | 1,3  |
| Co-operative Bank         | 700              | 2,1  | Vietnam Export/Import     | 867              | 1,2  |
| NIC Bank                  | 309              | 2,0  | Asia Commercial Bnk       | 735              | 1,2  |
| Pakistan                  |                  |      |                           |                  |      |
|                           | Börsvärde (MUSD) | P/EK |                           |                  |      |
| MCB Bank                  | 3193             | 2,9  |                           |                  |      |
| Habib Bank                | 1544             | 1,1  |                           |                  |      |
| United Bank               | 1373             | 1,4  |                           |                  |      |
| National Bank of Pakistan | 944              | 0,7  |                           |                  |      |
| Allied Bank               | 742              | 1,3  |                           |                  |      |

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder, \* per 13/6 2013

## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Pakistanfond

### Intryck från vår senaste resa till Pakistan

Under slutet av maj spenderade er förvaltare och Tundras VD en knapp vecka i Pakistan för att inhämta intryck efter det just avslutade parlamentsvalet. Vi kommer hem optimistiska. Att PML-N skulle vinna valet var väntat. Att de skulle nå en egen majoritet var dock ej väntat. Det som framstår som allt mer tydligt är att effekterna kommer att bli betydande. Under veckan träffade vi representanter från alla delar av näringslivet. Vi konstaterar att en mycket sannolik effekt av valresultatet är ökade inflöden från mellanöstern. Föregående regering PPP hade en frostig relation med flertalet länder i mellanöstern, framförallt Saudiarabien, medan den nya regeringen har en historiskt mycket stark relation. Det faktum att PML-N nu får möjlighet att driva sin egen ekonomiska politik får därmed en avgörande betydelse. Representanter från banksektorn har omedelbart fått propåer från investerare. Signalerna kommer från oberoende källor och från olika grupper av potentiella investerare. Vi konstaterar också en omedelbar förändring i sentimentet hos de lokalt baserade företagen, givet en väsentligt tydligare bild över investeringsklimatet de närmaste åren. Vi skulle vilja uttrycka det så pass starkt som att spelplanen har förändrats fullständigt. Det skall dock sägas att förväntningarna på politikerna också har höjts. Vi delar den allmänna uppfattningen att den nya regeringen får 6-9 månaders "smekmånad". Uteblivna reformer eller tecken på beslutsvända därefter kommer att straffas hårt av marknaden.

### Utsikter för Karachibörsen

Pakistanska aktiemarknaden har hittills i år upplevt nettoinflöden till aktiemarknaden på omkring USD 400 miljoner. Det är närmare 4 gånger högre än motsvarande period förra året. Siffrorna i absoluta tal är dock blygsamma. Indien hade t ex per 13/6 erhållit USD 15 mdr och Filippinerna 1,5 mdr. Intresset har ökat för Pakistan men det är långt ifrån någon hysteri bland investerare. Givet intresset för Tundra Pakistanfond i Sverige är det lätt att få intrycket att marknaden blivit allmänt ägd. Så är det inte. Vi svenskar är mycket tidiga. För flertalet investerare är investeringar i Pakistan fortsatt ett långt steg att ta. Den starka uppgången i år kommer vid någon tidpunkt att följas av en period med vinsthemtagningar. Om vi ser förbi dessa och ser utifrån perspektivet av 1 år tror vi sannolikheten är mycket god att inflödet av kapital till aktiemarknaden kan fortsätta. Pakistan handlas fortsatt med omkring 40-50% rabatt till gränsmarknader såsom Nigeria, Vietnam och Kenya. Rabatten till näst billigaste gränsmarknaden Sri Lanka är drygt 25%. Vi tror den omvärderingsprocess som har inletts kommer fortsätta så länge inte information av långsiktigt förändrande karaktär framkommer. Möjliga nyheter som skulle kunna förstöra ett positivt scenario är t ex en fördröjning av den bryggfinansiering Pakistan behöver för att klara de återbetalningar till IMF som i skrivande stund ligger på agendan. Andra faktorer skulle kunna vara en kraftigt och plötslig uppgång i råvarupriserna, framförallt oljepriset.

Tabell 4: 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) |
|-----------------------|------------------------|-------------------|---|--------|---------|--------------------|----------------------|-----------------|-------------------------------|
|                       |                        |                   |   | FY2012 | FY2013E |                    |                      |                 |                               |
| National Bank of Pak. | 8,1%                   | 933               | Pakistanens näst största bank, fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning | 5,5    | 5,8     | 13,9%              | 12,2%                | PKR             | 9,7%                          |
| OGDC                  | 7,9%                   | 10634             | Pakistanens största olje- och gasbolag  | 11,2   | 9,8     | 3,4%               | 22,1%                | PKR             | 19,4%                         |
| Pakistan Petroleum    | 7,8%                   | 3656              | Pakistanens näst största olje- och gasbolag   | 8,4    | 7,6     | 2,3%               | 23,8%                | PKR             | 21,1%                         |
| Engro Corp            | 5,9%                   | 762               | Pakistanens ledande konglomerat, stora inom gödsel och livsmedelsindustri                             | 35,9   | 10,9    | 0,0%               | 11,9%                | PKR             | 9,4%                          |
| Pakistan Telecom      | 5,1%                   | 846               | Pakistanens ledande telekombolag. Äger även Ufone med 23 miljoner mobilabbonenter.                    | 23,5   | 7,4     | 0,0%               | 26,0%                | PKR             | 23,2%                         |
| Fauji Fertilizer      | 4,7%                   | 1499              | Pakistanens största gödselbolag   | 7,3    | 7,8     | 14,1%              | 6,3%                 | PKR             | 3,9%                          |
| Pakistan Oilfields    | 4,6%                   | 1229              | Pakistanens tredje största oljebolag  | 9,9    | 9,4     | 10,9%              | 11,4%                | PKR             | 8,9%                          |
| United Bank           | 4,2%                   | 1317              | Pakistanens tredje största bank   | 7,1    | 7,6     | 1,8%               | 21,3%                | PKR             | 18,6%                         |
| Engro Foods           | 3,8%                   | 1180              | Pakistanens ledande mjölkproducent, 50% marknadsandel inom förpackad mjölk                            | 49,9   | 30,6    | 0,0%               | 8,5%                 | PKR             | 6,1%                          |
| Lucky Cement          | 3,7%                   | 599               | Pakistanens största cementbolag   | 8,7    | 6,3     | 3,0%               | 7,5%                 | PKR             | 5,1%                          |

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Agri & Food

### Marknaden under maj

MSCI Emerging Markets Food Retail Index (SEK) föll 1,9% under månaden medan MSCI Emerging Markets Food Products Index föll 2,3% (SEK) och MSCI Global Agriculture Index föll 3,0%. Svenska kronan föll 2,0% mot USD under månaden.

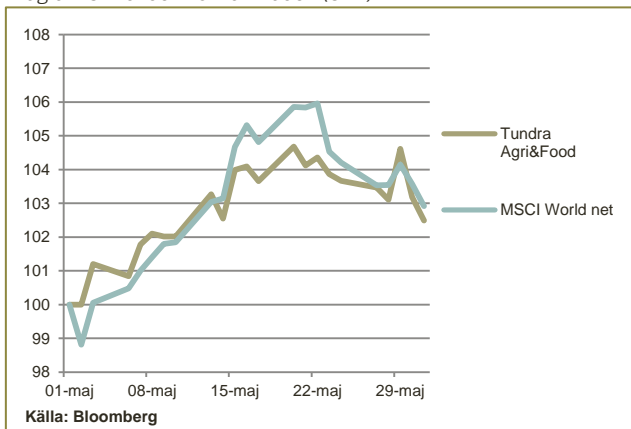
USDA, amerikanska jordbruksdepartementet, kom med sin första prognos, den s k WASDE-rapporten för säsongen 2013/14 andra veckan av maj. Prognosen indikerar rekordskördar och väsentligt lägre spannmålspriser senare i år. Bland annat räknar USDA med 45 miljoner ton bättre skörd av vete än 2012/13 varav 30 miljoner bättre skörd i forna Sovjetunionen.

Trots USDAs prognos på rekordskördar så stiger priset på jordbruksmark i USA rekordartat. Under första kvartalet steg priserna 15% i USD inom jordbruksregionen där the Federal Reserve Bank of Chicago samlar in statistik. I USA pågår en debatt huruvida markpriser har blivit en bubbla efter de stora prisuppgångarna. Den låga räntenivån och de kraftigt stigande priserna skulle kunna vara indikation på spekulation, samtidigt så äger finansiella investerare endast 1% av all jordbruksmark i USA.

### Fonden under maj

Tundra Agri & Food steg 2,1% (SEK) i maj, jämfört med MSCI World (SEK), som steg 2,1%, och MSCI Emerging Markets net (SEK), som föll 0,7%, under samma period. USD steg 2,0% mot SEK under månaden.

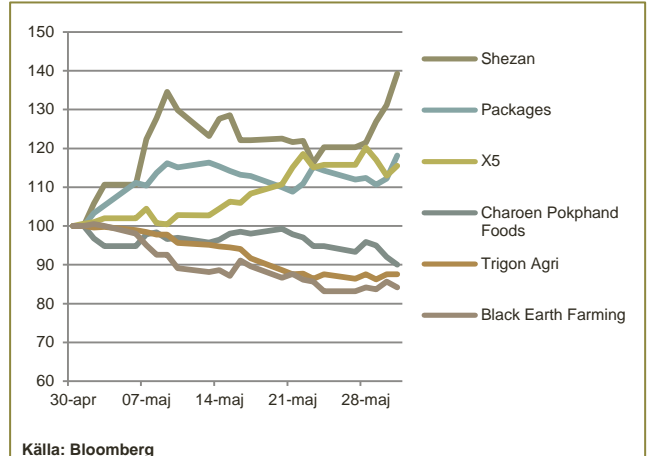
Diagram 9: Fonden vs marknaden (SEK)



Vid månadens slut ägde fonden 35 aktier från 14 länder. Ryssland (17%), Pakistan (14%), Brasilien (12%) och Kina (11%) är de fyra länder fonden hade

störst exponering mot. Bäst utveckling i SEK under månaden uppvisade Shezan (+39%), Packages (+18%) och X5 (+16%). Sämst utveckling uppvisade Black Earth Farming (-16%), Trigon Agri (-12%) och Charoen Pokphand (-10%).

Diagram 10: Bästa och sämsta aktier maj månad (SEK)



Bästa delsektor under månaden var förädlade livsmedel följt av livsmedelsdetaljister och gödsel företag. Alla sektorer utom jordbruksföretag gav ett positivt bidrag till resultatet. Jordbruksföretag gav ett negativt bidrag på 0,1%.

Bästa länder var Pakistan, Ryssland och Saudiarabien. Sämsta länder var Thailand, Brasilien och Sydafrika. De övriga länderna hade ett bidrag på fondens resultat under +/-0,2%. Under maj har vi ökat fondens exponering mot förädlade livsmedel och livsmedelsdetaljister.

Noterade Jordbruksföretag i tillväxtmarknader har utvecklats svagt det senaste dryga halvåret. Det gäller för bolag i Asien, Latinamerika och Forna Sovjetunionen. Ett exempel ur fonden är Adecoagro, som driver jordbruksverksamhet i framförallt Argentina och Brasilien men även i andra latinamerikanska länder. Bolaget har under de senaste 10 åren förvärvat betesmark och förädlat den vidare. Bolaget värderas idag till mindre än 50% av det värde som externa fastighetsvärderare värderar marken till. Då har bolaget konsekvent sålt mark i nästan 10 år till högre nivåer än vad marken värderas till externt. Ett exempel på ett mindre innehav i fonden är Alpcot Agro. Där värderas deras ägda och leasade mark till under SEK 2 000 per hektar. Samtidigt sker transaktioner i Ryssland och

## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Agri & Food

Ukraina där bolaget verkar till mellan SEK 5 000 - 12 000. Den högre delen av intervallet har varit för större samlade markområden med god lönsamhet.

Black Earth Farming föll kraftigt under maj och var sämsta aktie i fonden. Detta då Vostok Nafta har annonserat att man skulle dela ut sina aktier i bolaget till Vostok Naftas aktieägare. På kort sikt är det säkert många aktieägare i Vostok Nafta som säljer sina Black Earth Farming aktier, vilket pressar aktiekursen.

Orsaken till de låga värderingarna av noterade jordbruksföretag i tillväxtmarknader är sannolikt avsaknad av fria kassaflöden och utdelningar. Dessa bolag har varit tillväxtorienterade och har inte genererat fria kassaflöden fram till nu. För bara några år sedan var fokus på att köpa så mycket mark som möjligt innan någon annan gjorde det. Vissa bolag köpte därför mer mark än de kunde hantera. Det blir intressant att se utvecklingen när de inte längre expanderar utan fokuserar enbart på att öka produktiviteten i den mark de äger.

Tabell 5: 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) | Notering svaluta | förändr. 1 mån (lokal valuta) |
|----------------|---------------------|------------------------|-------------------|--|---------|---------|---------|------------------|----------------------|------------------|-------------------------------|
|                |                     |                        |                   |  | FY2012A | FY2013E | FY2014E |                  |                      |                  |                               |
| Almarai        | Saudiarabien        | 5,0%                   | 7 466             | 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.  | 19,3    | 17,7    | 14,7    | 2,5%             | 10,6%                | SAR              | 7,7%                          |
| Engro Corp     | Pakistan            | 4,9%                   | 763               | Pakistanens ledande konglomerat, stora inom gödsel och livsmedelsindustri  | 19,6    | 12,5    | 7,7     | 1,6%             | 12,0%                | PKR              | 9,4%                          |
| Indofood       | Indonesien          | 4,8%                   | 6 626             | Störst på vidareförädlad mat i Indonesien  | 19,3    | 16,1    | 14,4    | 2,8%             | 1,5%                 | IDR              | 0,0%                          |
| Brasil Foods   | Brasilien           | 4,2%                   | 20 355            | En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojaböner och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien | 62,0    | 21,9    | 17,0    | 1,7%             | -3,9%                | USD              | -6,0%                         |
| Magnit         | Ryssland            | 4,2%                   | 21 720            | Rysslands största livsmedelsdetaljist  | 24,9    | 22,3    | 18,0    | 1,3%             | 7,5%                 | RUB              | 7,8%                          |
| Sun Art Retail | Kina                | 4,0%                   | 13 543            | Livsmedelsdetaljist, störst i Kina inom stormarknadssegment  | 33,6    | 29,1    | 24,9    | 1,4%             | 4,0%                 | HKD              | 1,7%                          |
| Adecoagro      | Argentina/Brasilien | 3,6%                   | 903               | En av världens största privata markägare. Verksam i Argentina, Brasilien och Uruguay. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.                               | 25,6    | 12,9    | 10,3    | 0,6%             | 1,4%                 | USD              | -0,9%                         |
| Shoprite       | Sydafrika           | 3,6%                   | 10 899            | Livsmedelsdetaljist, i Sydafrika men även bla. i Nigeria   | 24,9    | 23,1    | 19,8    | 2,6%             | -5,5%                | ZAR              | 3,6%                          |
| JBS            | Brasilien           | 3,5%                   | 10 192            | Världens största producent av nötkött. Finns i alla världsdelar utom Afrika. Även betydande kyckling och fläskproducent.   | 22,3    | 10,6    | 8,9     | 2,6%             | 4,9%                 | BRL              | 9,5%                          |
| X5             | Ryssland            | 3,5%                   | 5 377             | Rysslands näst största livsmedelsdetaljist   | 20,0    | 18,6    | 14,4    | 0,0%             | 15,5%                | USD              | 12,9%                         |

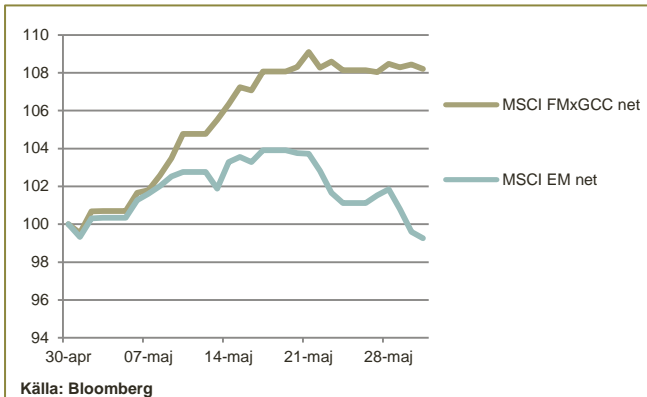
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Frontier Opportunities

### Marknaden

MSCI Frontier markets xGCC net (SEK) steg 8,2% under månaden jämfört med MSCI EM net (SEK) som föll 0,7%.

Diagram 11: MSCI FM xGCC net (SEK) vs MSCI EM net (SEK)

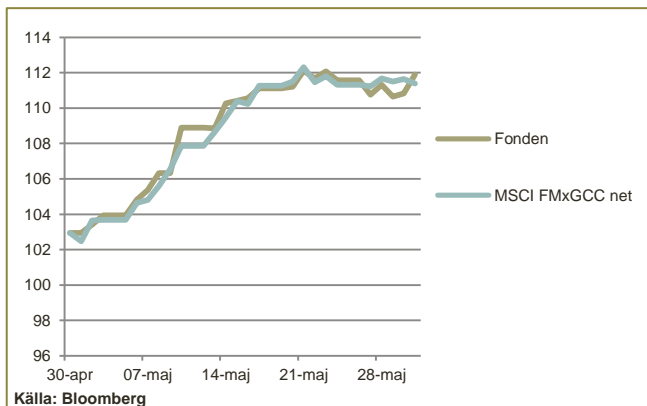


Positiv utveckling för framförallt Pakistan och Nigeria under månaden var den viktigaste anledningen till uppgången. Det är värt att notera hur gränsmarknader och traditionella tillväxtmarknader gick olika vägar under månaden. Emedan traditionella tillväxtmarknader fortsatte sin kräftgång relativt utvecklade marknader fortsatte inflödet till gränsmarknader.

### Fonden

Fonden steg 8,7% under månaden jämfört med marknaden som steg 8,2%.

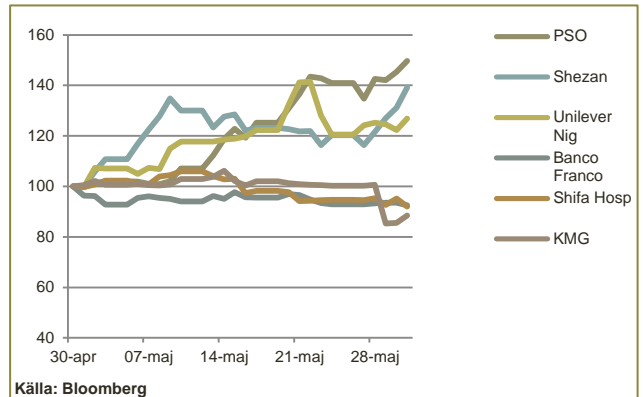
Diagram 12: Fonden vs marknaden (SEK)



Fondens övervikt i Pakistan bidrog positivt till överavkastningen trots att valet av aktier inom Pakistan under månaden var väsentligt sämre än under april med tydliga rekylar i ett flertal av de innehav som presterade väl under april.

Bästa innehav var Pakistan State Oil (+50%), Shezan Intl (+39%) och Unilever Nigeria (+27%). Sämsta innehav var Kazmunaigas (-12%), Shifa Intl Hospitals (-8%) och Banco Franco (-7%).

Diagram 13: Bäst och sämst (SEK)



Fondens största marknader vid utgången av månaden var Pakistan (33%), Nigeria (15%) och Sri Lanka (12%).

Inga stora enskilda positioner adderades under månaden. Fonden har fortsatt valt att arbeta med en relativt låg företagsspecifik risk men med fortsatt tydlighet i våra länderval. Bank och finans har ökat som andel av portföljen, framförallt på bekostnad av dagligvaror. Bakgrunden är dagligvarors mycket starka utveckling under april månad. Även om vi är långsiktigt positiva till en positionering mot denna mycket enkla exponering mot privatkonsumtion har vi på kort sikt anat en viss överhettning. Vi har vidare ökat vår relativa exponering mot Sri Lanka på bekostnad av framförallt Nigeria.

## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Frontier Opportunities

Tabell 6: 10 största innehav Tundra Frontier Opportunities

| Bolag               | Land      | Tundra vikt i portfölj | Börsvärde (USD m) | Kort beskrivning   | P/E       |         | Dir. avk. (senast) | förändr. 1 mån (SEK) | Notering svaluta | Förändr. 1 mån (lokal valuta) |
|---------------------|-----------|------------------------|-------------------|--|-----------|---------|--------------------|----------------------|------------------|-------------------------------|
|                     |           |                        |                   |  | FY2012A/E | FY2013E |                    |                      |                  |                               |
| John Keells Holding | Sri Lanka | 5,8%                   | 1931              | Sri Lankas ledande industrikonglomerat, stora inom livsmedelssektorn, fastigheter och infrastruktur  | 28,3      | 22,8    | 1,3%               | 16,7%                | LKR              | 14,0%                         |
| Engro Corp          | Pakistan  | 3,6%                   | 762               | Pakistanens ledande konglomerat, stora inom gödsel och livsmedelsindustri  | 35,9      | 10,9    | 0,0%               | 11,9%                | PKR              | 9,4%                          |
| United Bank         | Pakistan  | 3,2%                   | 1317              | Pakistanens tredje största bank  | 7,1       | 7,6     | 1,8%               | 21,3%                | PKR              | 18,6%                         |
| Coca-Cola Hell      | Grekland  | 3,1%                   | 9273              | Licensproducent för Coca Cola, mer än 60% av volymerna från tillväxt- och gränsmarknader, bl a största juice- och läskproducenten i Nigeria. | 29,0      | 21,9    | 1,8%               | 3,2%                 | USD              | 1,0%                          |
| Pakistan Telecom    | Pakistan  | 3,1%                   | 846               | Pakistanens ledande telekombolag. Äger även Ufone med 22 miljoner mobilabbonenter.   | 23,5      | 7,4     | 0,0%               | 26,0%                | PKR              | 23,2%                         |
| Nigerian Breweries  | Nigeria   | 2,7%                   | 8504              | Nigerias största bryggeri, kontrollerat av Heineken  | 35,9      | 30,7    | 1,9%               | 10,5%                | NGN              | 7,9%                          |
| FBN Holdings        | Nigeria   | 2,6%                   | 3734              | Nigerias största bank mätt i termer av totala tillgångar   | 7,4       | 6,5     | 5,5%               | -0,6%                | NGN              | -2,9%                         |
| Packages Ltd        | Pakistan  | 2,6%                   | 205               | Pakistanens ledande förpackningstillverkare, dominant inom livsmedelssektorn   | neg       | 12,0    | 1,9%               | 18,1%                | PKR              | 15,5%                         |
| Pakistan Oilfields  | Pakistan  | 2,3%                   | 1229              | Pakistanens tredje största olje- och gasbolag  | 9,9       | 9,4     | 10,9%              | 11,4%                | PKR              | 8,9%                          |
| Cargills Ceylon     | Sri Lanka | 2,3%                   | 314               | Ledande Sri Lankesiskt matvarubolag, stora inom såväl tillverkning som i detaljhandelsledet  | 37,0      | 32,3    | 1,1%               | 17,9%                | LKR              | 15,2%                         |

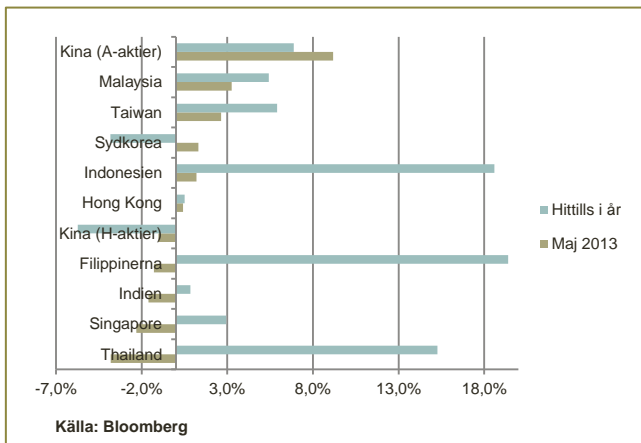
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Månadsbrev maj 2013 - Tundra QuAsia

### Asiatiska marknaden i maj

Asienbörserna, mätt som MSCI AC Asia ex Japan TR, steg 0,7% (SEK) i maj som helhet. Utvecklade marknader steg under samma period 2,1%. Hittills i år har den asiatiska marknaden stigit 1,9%, att jämföra med Latinamerikas -4,6%, EMEAs -7,2% och utvecklade marknadens +13,4%. De asiatiska marknaderna bröt under den gångna månaden trenden från tidigare i år i det att norra Asien (Sydkorea, Taiwan och Hong Kong/Kina) utvecklades bättre än Sydostasien (undantaget Malaysia, se nedan).

Diagram 14: Asiatiska marknader i maj och hittills i år



I takt med att oron i marknaden ökade för en nedtrappning av FED:s och Bank of Japans obligationsköp (se Tillväxtmarknaderna under maj ovan) ökade säljtrycket i Sydostasien. Medan såväl Taiwan som Sydkorea har bytesbalansöverskott, har Indien och Indonesien underskott och Thailand endast ett marginellt överskott. Det gör de tre sistnämnda länderna mer känsliga för portföljutfloden.

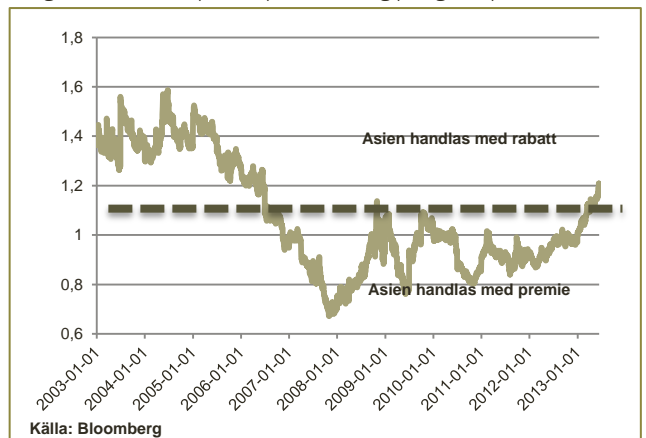
Korea har varit en av regionens sämsta marknader hittills i år drivet av en svagare japansk yen (JPY) relativt den koreanska wonen (KRW) på en ökad politisk spänning mellan Nord- och Sydkorea efter Nordkoreas testskjutning av missiler tidigare under året, utfasandet av Korea ur portföljen i en av världens största ETF:er samt det faktum att Korea är en av regionens mest cykliska ekonomier (stort exportberoende och hög andel cykliska bolag på Seoulbörsen). Under maj vände åtminstone tillfälligt utvecklingen tack vare att JPY stärktes relativt KRW och att koreanska centralbanken något oväntat sänkte sin policyränta. Givet den svaga Seoulbörsen tidigare i år fanns det också mindre skäl för investerare att ta hem vinster.

Taiwan hjälptes av en våg av uppgraderingar av analytikernas estimat för taiwanesiska bolag och att samtal inletts mellan det styrande KMT-partiet och oppositionen om en reduktion av reavinstbeskattningen bland privatinvestorer på Taipeibörsen.

Bland vinnarna i maj återfinns också Malaysia. Landet gick till val den 5:e maj. Sittande koalitionsregering Barisan Nasional får behålla makten ytterligare en mandatperiod. Valresultatet tolsades positivt av marknaden trots att sittande regering presterade det sämsta resultatet sedan landet bröt sig loss från Storbritannien 1957. Under året har kritiken från oppositionen med stöd av landets etniska minoriteter varit hård. Att sittande regering fick behålla makten sågs av marknaden som en garant för att det ekonomiska reformprogrammet, Economic Transformation Program, som inleddes 2010 och vars avsikt är att mer än dubbla landets BNP/capita fram till 2020, skulle få fortsätta. För övrigt höll även Filippinerna val under maj, i deras fall till landets senat. Valresultatet styrkte stödet för president Benigno Aquino och hans ekonomiska politik och uppfattades därför som positivt av marknaden.

I likhet med tillväxtmarknader generellt under maj, föll korrelationen mellan enskilda aktier i Asien. Det ökar möjligheterna att skapa överavkastning genom aktiv förvaltning (t ex Tundra QuAsia). Småbolag fortsatte i likhet med tidigare under året att utvecklas bättre än stora bolag. Värderingarna i Asien som helhet befinner sig under sitt historiska genomsnitt. Graf 15 visar kvoten mellan Asien och utvecklade marknader för avkastningen på eget kapital per P/EK-enhet (ROE delat med P/EK). För värden större än 1,0 indikerar den att marknaden prissätter avkastning på eget kapital lägre än i utvecklade marknader.

Diagram 15: Rabatt/premie på avkastning på eget kapital\*



\* Definierat som  $\frac{ROE_{Asien}}{P/EK_{Asien}} / \frac{ROE_{Utvecklade\ marknader}}{P/EK_{Utvecklade\ marknader}}$

## Månadsbrev maj 2013 - Tundra QuAsia

Som framgår har Asien inte värderats lägre sedan första halvan av 2006. Samma konklusion kan dras av riskpremien på aktier i regionen, som nu ligger en standardavvikelse över sitt historiska genomsnitt. Bryter man ner värderingarna på landnivå framgår dock att det råder en stor skillnad mellan norra och södra Asien – norra Asien handlades vid månadsskiftet till en P/E-rabatt motsvarande 15-35% mot sitt historiska genomsnitt medan Indonesien och Filippinerna vid samma tidpunkt värderades till ca 25% premie mot sitt historiska genomsnitt och Malaysia och Singapore värderades i paritet med genomsnittet. Det ska dock påpekas att de makroekonomiska förutsättningarna är strukturellt bättre än någonsin tidigare vad gäller politisk och ekonomisk stabilitet varför viss premie är motiverad. Sammantaget kan dock konstateras att marknadens förväntningar på asiatiska bolag inte är orimliga. Detta till trots fortsätter asiatiska analytiker att revidera ned sina vinstprognoser. Låga värderingar har hittills i år, liksom under 2012, inte heller genererat lönsamma köpsignaler. Aktier med tillväxtkaraktär har istället premierats. Detta är ovanligt i Asien men förståeligt i ljuset av avsaknaden av tillväxt på flera håll runtom i världen – om tillväxt är svår att finna betalar man gärna premie för det i kategorin man hittar.

### Tundra QuAsia i maj

Sedan Tundra QuAsias lansering den 7:e maj till månadsskiftet gav fonden en avkastning på 0,5%.

Under samma period föll fondens jämförelseindex med 0,8%. Fonden genererade således en överavkastning motsvarande 1,3 procentenheter. Under den gångna månaden var fonden överviktad i Sydostasien. Detta finansierades med undervikter i framför allt Taiwan och Korea. Geografiskt förutspådde således QuAsia att maj skulle komma att påminna om trenden tidigare under året där marknaden premierade strukturellt starka bolag och marknader på bekostnad av mer cykliska bolag och marknader. Det återspeglades också i sektorvalet, där konsumentbolag överviktades finansierat av undervikt i bl a Bank och finans. Den svaga avkastningen i marknader med bytebalansunderskott kom den geografiska fördelningen att framstå som mindre lyckad men QuAsia kompenserade detta med starkt aktieval. Just aktievalet kom att bli det viktigaste bidraget till fondens relativa överavkastning under perioden. I synnerhet gäller detta för Hong Kong/Kina-delen av portföljen men större positiva bidrag noterades även för Taiwan, Thailand och Malaysia liksom inom IT. Fondens övervikt i Sällanköpsvaror och undervikten i Bank och Finans bidrog också positivt, liksom fondens övervikt i småbolag. Bland de enskilda innehav som bidragit mest positivt till överavkastningen återfinns flera av de Hong Kong-noterade mindre bolagen, däribland Netdragon (+54% i SEK), Kingsoft (42%) och Winteam (21%).

Tabell 7: 10 största innehav Tundra QuAsia

| Bolag                    | Tundra vikt i portfölj | Börsvärde (USD m) | Kort beskrivning   | FY2012A/E | FY2013E | Dir. avk. (senast) | förändr. 1 mån (SEK) | Notering | Förändr. 1 mån (lokal valuta) |
|--------------------------|------------------------|-------------------|--|-----------|---------|--------------------|----------------------|----------|-------------------------------|
| Kingsoft                 | 1,5%                   | 1981              | Kinesisk utvecklare av spel och mjukvara för internet  | 35,1      | 26,4    | 0,9%               | 49,3%                | HKD      | 46,2%                         |
| Netdragon Websoft        | 1,5%                   | 1178              | Kinesisk utvecklare av spel för internet   | 36,5      | 21,5    | 0,0%               | 61,1%                | HKD      | 57,9%                         |
| Eclat Textile            | 1,3%                   | 1771              | Taiwanesisk tygproducent   | 29,1      | 21,6    | 2,3%               | 22,0%                | TWD      | 21,1%                         |
| Bangkok Land             | 1,3%                   | 1313              | Thailändskt bygg- och fastighetsbolag  | 0,0       | 13,8    | n/a                | -7,7%                | THB      | -6,3%                         |
| Samsung SDI              | 1,3%                   | 5787              | Koreansk IT-bolag inom Samsunggruppen. Producerar bl a komponenter för bildskärmar                 | 4,4       | 12,9    | 1,1%               | 11,7%                | KRW      | 11,7%                         |
| Dairy Farm International | 1,3%                   | 17306             | Driver matvarubutiker, apotek och snabbköp i bl a Hong Kong, Taiwan, Kina och Indonesien           | 32,5      | 31,2    | 1,9%               | 8,9%                 | USD      | 6,7%                          |
| Airports of Thailand     | 1,2%                   | 8711              | Driver flera flygplatser i Thailand, bl a i Bangkok och Chiang Mai                                 | 42,3      | 26,3    | 1,2%               | 26,2%                | THB      | 28,0%                         |
| Great Wall Motor         | 1,2%                   | 4945              | Kinesisk producent av pick-uper och SUV:ar   | neg       | 16,0    | 2,2%               | 12,7%                | HKD      | 10,4%                         |
| Winteam Pharmaceutical   | 1,2%                   | 1190              | Kinesiskt läkemedelsbolag aktivt inom traditionell kinesisk medicin liksom västerländska mediciner | 46,0      | 34,1    | 0,6%               | 42,7%                | HKD      | 39,8%                         |
| Yashili International    | 1,2%                   | 1723              | Kinesisk producent av mejeriprodukter  | 26,1      | 23,9    | 4,3%               | 31,7%                | HKD      | 29,0%                         |

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

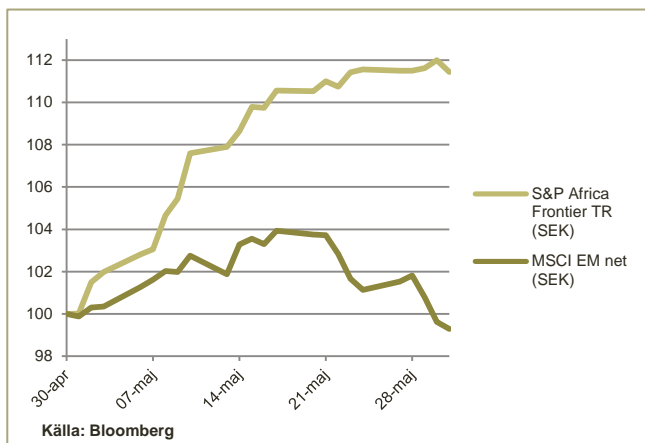


## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Nigeria & Sub-Sahara

### Marknaden i maj

De afrikanska marknaderna utvecklades starkt under maj och S&P Africa Frontier Total Return Index slutade upp 11,4%. Den största marknaden, Nigeria, gick upp hela 17% medan Kenya, Mauritius, Ghana och Botswana gick upp 9%, 4%, 7% respektive ned 5% (alla i SEK). Sub-Sahara utvecklades därmed bättre än såväl Sydafrika (+1%) som MSCI Emerging Markets Net (-0,7%), båda i SEK.

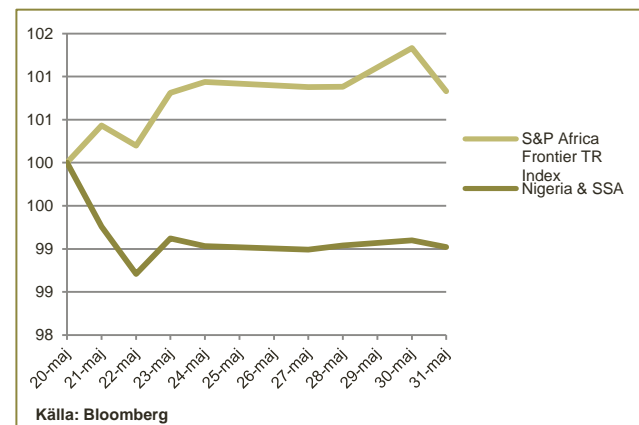
Diagram 16: S&P Africa Frontier Index TR vs MSCI EM net



### Fonden i maj

Fonden startade den 20 maj och gick ner 1% under månadens åtta kvarvarande handelsdagar. Jämförelseindex gick upp 0,8% (SEK) under samma period. Fonden är fortfarande i ett uppbyggnadsskede och vi kommer att addera fler innehav i fler länder för att ytterligare öka riskspridning framöver. Fokus inledningsvis har varit att skapa en grundportfölj som fonden sannolikt kommer att leva med under en lång tid framöver.

Diagram 17: Fonden vs S&P Africa Frontier TR



### Portföljen

Fondens inriktning är Sub-Saharaländerna i Afrika exklusive Sydafrika. Minst 51% kommer att vara investerat i Nigeria. Vi investerar gärna i folkrika länder med god tillväxt och som kommer från en låg ekonomisk utvecklingsnivå. Många av länderna i regionen passar den beskrivningen och vi har en stark tro på vad denna tillväxt för med sig, bland annat avseende ökad köpkraft och förändrade konsumtionsmönster. Grundinvesteringar i portföljen givet marknadens struktur idag är således Bank & Finans samt Dagligvaror.

Ett exempel på ett bolag vi investerat i är **Guaranty Trust Bank (GTB)**, som är en av de ledande bankerna i Nigeria med kontor i Elfenbenskusten, Gambia, Ghana, Liberia, Sierra Leone och Storbritannien. Med över 200 kontor i Nigeria och totalt nästan 60 utanför Nigeria har de en stark position som möjliggör att ta del av tillväxten i hela regionen. GTB överväger även att expandera till länder som Kenya, Tanzania och Uganda. Vi ser banker som en bra exponering mot såväl det ökande välbefindandet hos befolkningen som mot tillväxten i företagssektorn. Allt fler privatpersoner kommer i kontakt med banker i och med urbaniseringen. I takt med att människor får en fast adress möjliggörs öppnande av bankkonto där de kan sätta in pengar och få ränta. Utlåningen sker fortfarande till största del till stora institutioner och multinationella bolag även om hushållssegmentet liksom små och mellanstora företag växer. Nigerianska banker ger generellt en bra utdelning, så även GTB som ger en direktavkastning på omkring 5,5%. Aktien handlas till 8 gånger årets förväntade vinst.

Ett annat exempel på bolag är **Nigerian Breweries** (presenterades kort i månadsbrevet för april i avsnittet om Tundra Frontier Opportunities Fund) som är Nigerias största bryggeri. Heineken äger knappt 55% av bolaget. Tillsammans med rivalen Guinness Nigeria (kontrolleras av Guinness) har de en marknadsandel på över 50%. Bland produkterna syns Heineken, Star och Gulder men bolaget säljer även en del alkoholfria drycker. Bolaget har uppvisat god tillväxt de senaste åren, delvis organiskt men även genom förvärv, och såväl omsättning som vinst har ökat med över 15% i genomsnitt sedan 2007. Under 2012 var dock vinsten oförändrad jämfört med 2011 då ett flertal faktorer störde. Dels höjdes bensinpriserna med 50% under första kvartalet, vilket försämrade köpkraften hos kunderna. Dels drabbades delar av Nigeria av stora översvämningar under

## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Nigeria & Sub-Sahara

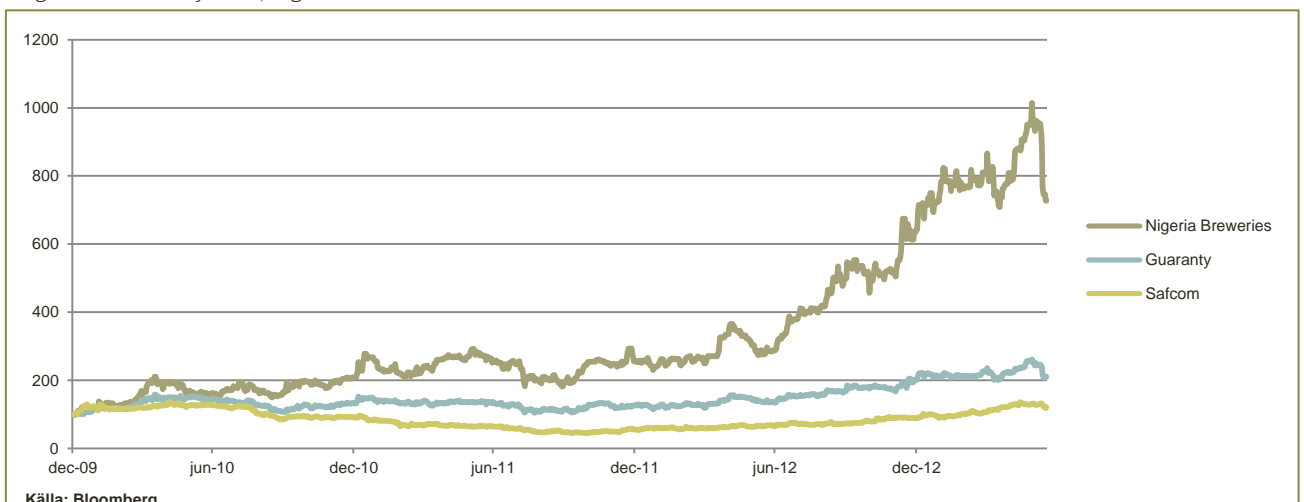
sommaren som ledde till att 2,1 miljoner människor var tvungna att lämna sina hem. Dessutom eskalerade oroligheterna i de norra delarna mellan den militanta muslimska gruppen Boko Haram (se nedan) och regeringen. Dessa oroligheter ledde till markant försämrade distributionsmöjligheter för alla typer av bolag, men det märks särskilt bland konsumentbolagen. Efter ett svårt 2012 står bolaget väl rustat inför 2013 med en ledande marknadsposition och ett bra distributionsnät. Försäljningen väntas öka med 15% och vinsten lika mycket.

Ett tredje exempel är kenyanska **Safaricom**, som är Kenyas största mobiloperatör med 19,4 miljoner abonnenter och ägs till 35% av kenyanska staten medan Vodafone kontrollerar 40%. Sedan 2010 har antalet kunder ökat med 3,6 miljoner. Safaricom har också haft en imponerande tillväxt inom samtliga affärsområden. Röstintäkterna ökade med 13% under det senaste räkenskapsåret, som slutade i mars 2013, jämfört med mars 2012. SMS-intäkterna ökade med 30%, data med 21% och antalet aktiva datakunder ökade med 57% till 7,1 miljoner (d v s 37% av totala kundstocken). Safaricom har tillsammans med Vodafone utvecklat M-pesa, som gör det möjligt för kunder utan bankkonto att föra över pengar och betala för varor i butiker med sin mobiltelefon. Systemet har varit igång sedan 2007 och är väletablerat i Kenya, men även i andra länder som Tanzania (då av Vodacom), och har 17,1 miljoner registrerade kunder vilket motsvarar 88% av Safaricoms kunder eller nästan 40% av landets totala befolkning. Safaricoms intäkter från M-pesa ökade med 30%. Safaricom handlas till 13 gånger den förväntade vinsten och aktien ger en direktavkastning på omkring 5%.

### Bakgrund till Boko Haram

Situationen med Boko Haram kräver en mindre utläggning. Nigeria är ganska jämt fördelat befolkningsmässigt mellan den kristna södern och de muslimska norra delarna och till största del samverkar de utan större problem. Boko Haram (som betyder "Västerländsk skolning är synd") grundades 2001 för att motverka "västifieringen" och dess moral, kultur och lagar. Istället vill organisationen ha en muslimsk stat med sharialagar. Inledningsvis använde de huvudsakligen fredliga metoder. Efter att regeringen börjat syna nätverket närmare efter rapporter om Boko Harams ökade beväpning, blev tonen hårdare och ledde till allt värre sammanstötningar och allt oftare med dödlig utgång. När grundaren och ledaren Mohammed Yusuf dödades under ett flyktförsök från fängelset i juli 2009 inleddes en ny ännu våldsammare period som vi ännu inte sett slutet av. Denna ökning av attacker från Boko Haram på regeringstjänstemän, polisstationer, offentliga byggnader och t o m kyrkor och skolor har dödat tusentals människor. Situationen förvärrades markant under 2012 och den 14 maj 2013 var president Goodluck Jonathan tvungen att avbryta en resa i Sydafrika för att flyga hem och hantera situationen. Han utlyste undantagstillstånd i de tre nordöstra delstaterna Adamawa, Borno and Yobe och har skickat dit ytterligare militär för att stabilisera och kontrollera situationen. Utvecklingen är förstuds inte bra. Undantagstillståndet i sig har dock ekonomiskt begränsade effekter då de tre delstaternas bidrag till BNP är minimalt och de flesta bolagen har ingen betydande exponering. Det är dock ett exempel på specifika risker med regionen i allmänhet och Nigeria i synnerhet. Vi fortsätter att följa situationen.

Diagram 18: Guaranty Bank, Nigeria Breweries & Safaricom (SEK)



## Månadsbrev maj 2013 - Tundra Nigeria & Sub-Sahara

Tabell 8: 10 största innehav Tundra Nigeria & Sub-Sahara

| Bolag                  | Land    | Tundra vikt i portfölj | Börsvärde (USD m) | Kort beskrivning   | P/E     |         |         | Dir. avk. (2013) | förändr. 1 mån (SEK) | Noteringsvaluta | Förändr. 1 mån (lok valuta) |
|------------------------|---------|------------------------|-------------------|--|---------|---------|---------|------------------|----------------------|-----------------|-----------------------------|
|                        |         |                        |                   |  | FY2012A | FY2013E | FY2014E |                  |                      |                 |                             |
| Guaranty Trust Bank    | Nigeria | 9,6%                   | 4 517             | Nigerias största bank, även verksamhet i tex Kenya, Tanzania och Uganda.           | 8,2     | 8,3     | 7,4     | 6,5%             | 12,9%                | NGN             | -6,6%                       |
| Zenith Bank            | Nigeria | 8,7%                   | 3 964             | Nigerias näst största bank, även verksamhet i Ghana, Gambia och Sierra Leone       | 6,6     | 7,1     | 6,3     | 7,8%             | 12,6%                | NGN             | -5,6%                       |
| Nigerian Breweries     | Nigeria | 8,3%                   | 7 340             | Nigerias största bryggeri, kontrollerat av Heineken                                | 31,3    | 27,2    | 21,6    | 2,5%             | 10,3%                | NGN             | -12,0%                      |
| FBN Holdings           | Nigeria | 7,9%                   | 3 637             | Nigerias största bank mätt i termer av totala tillgångar                           | 7,8     | 6,5     | 5,7     | 7,5%             | 4,4%                 | NGN             | -2,6%                       |
| Access Bank            | Nigeria | 4,5%                   | 1 537             | Nigeriansk bank med verksamhet i Ghana, Gambia, Kongo, Rwanda, Elfenbenskusten mfl | 5,8     | 6,3     | 5,1     | 7,6%             | 17,2%                | NGN             | -0,9%                       |
| United Bank for Africa | Nigeria | 4,1%                   | 1 821             | Verksamhet i 19 Afrikanska länder, ledande i 3 av dem.                             | 5,1     | 5,7     | 5,2     | 7,3%             | 34,4%                | NGN             | 3,0%                        |
| Nestle Nigeria         | Nigeria | 4,0%                   | 4 762             | Nestlés Nigerianska dotterbolag  | 36,6    | 30,5    | 24,7    | 2,1%             | 15,0%                | NGN             | 2,6%                        |
| Safaricom              | Kenya   | 3,8%                   | 3 175             | Kenyas "Telia" och största mobiloperatören   | 15,5    | 13,0    | 11,7    | 5,6%             | 6,6%                 | KES             | -4,9%                       |
| Guinness Nigeria       | Nigeria | 3,7%                   | 2 519             | Guinness dotterbolag i Nigeria.  | 27,3    | 28,8    | 23,8    | 2,8%             | 6,3%                 | NGN             | -1,3%                       |
| East African Breweries | Kenya   | 3,7%                   | 3 138             | Östra Afrikas ledande bryggeri.  | 25,3    | 30,7    | 24,1    | 2,2%             | 21,2%                | KES             | -13,0%                      |

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Appendix I – Utveckling aktiemarknader

|                                     | Avkastning i lokal valuta |           |              |            | Avkastning i SEK |           |              |            |
|-------------------------------------|---------------------------|-----------|--------------|------------|------------------|-----------|--------------|------------|
|                                     | Maj 2013                  | 3 månader | Hitills i år | 12 månader | Maj 2013         | 3 månader | Hitills i år | 12 månader |
| <b>Tillväxtmarknader</b>            |                           |           |              |            |                  |           |              |            |
| MSCI Emerging Markets TR (net)      | -2,7%                     | -3,6%     | -3,5%        | 14,0%      | -0,7%            | -0,9%     | -1,7%        | 4,0%       |
| Brasilien                           | -4,3%                     | -6,8%     | -12,2%       | -1,8%      | -8,8%            | -11,5%    | -14,3%       | -15,3%     |
| Chile                               | -2,4%                     | -8,1%     | -2,6%        | -2,9%      | -6,3%            | -10,7%    | -5,0%        | -8,7%      |
| Colombia                            | -0,3%                     | -10,0%    | -9,3%        | -8,5%      | -2,4%            | -11,9%    | -14,2%       | -19,7%     |
| Egypten                             | 4,7%                      | -0,9%     | -0,4%        | 16,1%      | 6,0%             | -1,7%     | -7,6%        | -8,4%      |
| Filippinerna                        | -0,7%                     | 4,5%      | 20,8%        | 37,9%      | -1,3%            | 3,3%      | 19,4%        | 29,3%      |
| Indien                              | 1,3%                      | 4,8%      | 1,7%         | 21,8%      | -1,6%            | 3,6%      | 0,8%         | 10,4%      |
| Indonesien                          | 0,7%                      | 5,7%      | 17,4%        | 32,2%      | 1,2%             | 6,3%      | 18,6%        | 15,8%      |
| Kina (A-aktier)                     | 6,5%                      | -2,5%     | 3,3%         | -1,0%      | 9,2%             | 1,6%      | 6,9%         | -6,2%      |
| Kina (H-aktier)                     | -2,9%                     | -7,3%     | -7,3%        | 9,4%       | -1,0%            | -4,8%     | -5,7%        | -0,1%      |
| Malaysia                            | 3,0%                      | 8,0%      | 4,8%         | 11,9%      | 3,3%             | 10,9%     | 5,4%         | 4,8%       |
| Marocko                             | -2,9%                     | -0,5%     | -5,0%        | -14,0%     | -2,0%            | 1,8%      | -4,3%        | -18,2%     |
| Mexiko                              | -1,6%                     | -5,7%     | -4,8%        | 9,8%       | -4,9%            | -3,3%     | -2,7%        | 12,5%      |
| Peru                                | -7,5%                     | -22,1%    | -22,2%       | -23,6%     | -8,9%            | -24,3%    | -26,1%       | -30,9%     |
| Polen                               | 8,3%                      | 3,3%      | 0,7%         | 26,5%      | 6,0%             | 2,5%      | -3,6%        | 24,6%      |
| Ryssland                            | -2,6%                     | -9,1%     | -8,4%        | 3,4%       | -3,2%            | -10,3%    | -10,7%       | -1,1%      |
| Sydafrika                           | 8,5%                      | 5,8%      | 7,0%         | 26,8%      | -1,7%            | -2,7%     | -8,4%        | -2,3%      |
| Sydkorea                            | 1,9%                      | -1,3%     | 0,2%         | 8,5%       | 1,3%             | -2,7%     | -3,8%        | 3,5%       |
| Taiwan                              | 2,0%                      | 4,5%      | 7,2%         | 13,1%      | 2,6%             | 6,3%      | 5,9%         | 2,8%       |
| Thailand                            | -2,2%                     | 1,3%      | 12,2%        | 36,8%      | -3,8%            | 2,2%      | 15,3%        | 31,0%      |
| Tjeckien                            | -1,0%                     | -5,6%     | -7,8%        | -10,7%     | -0,1%            | -3,6%     | -9,8%        | 6,2%       |
| Turkiet                             | -0,1%                     | 8,4%      | 9,9%         | 56,1%      | -2,6%            | 6,8%      | 6,5%         | 41,8%      |
| Ungern                              | 5,3%                      | 2,4%      | 6,0%         | 19,6%      | 7,0%             | 4,4%      | 4,5%         | 16,3%      |
| Latinamerika                        | -6,9%                     | -7,2%     | -6,4%        | 6,2%       | -5,0%            | -4,6%     | -4,6%        | -3,1%      |
| Asien                               | -1,3%                     | -1,5%     | 0,0%         | 19,0%      | 0,7%             | 1,2%      | 1,9%         | 8,6%       |
| EMEA                                | -3,1%                     | -5,2%     | -8,9%        | 13,5%      | -1,1%            | -2,6%     | -7,2%        | 3,6%       |
| <b>Gränsmarknader</b>               |                           |           |              |            |                  |           |              |            |
| MSCI Frontier Markets 100 TR (net)  | 4,9%                      | 9,6%      | 17,2%        | 28,5%      | 7,0%             | 12,6%     | 19,4%        | 17,3%      |
| Argentina                           | -9,3%                     | 14,5%     | 22,3%        | 54,6%      | -9,2%            | 12,3%     | 15,8%        | 19,4%      |
| Bangladesh                          | 13,3%                     | 1,3%      | -2,8%        | -13,4%     | 15,9%            | 5,6%      | 1,6%         | -16,8%     |
| Bosnien & Herz.                     | -2,2%                     | -5,9%     | -0,8%        | 4,6%       | -1,6%            | -3,7%     | -0,5%        | 0,3%       |
| Bulgarien                           | 7,5%                      | 12,6%     | 24,5%        | 46,3%      | 8,2%             | 15,2%     | 24,9%        | 40,4%      |
| Ecuador                             | -1,5%                     | 2,8%      | 3,1%         | 5,2%       | 0,5%             | 5,7%      | 5,1%         | -4,0%      |
| Estland                             | -2,8%                     | 5,7%      | 9,9%         | 33,3%      | -2,2%            | 8,2%      | 10,3%        | 27,9%      |
| Förenade Arabem.                    | 10,8%                     | 22,8%     | 45,9%        | 60,8%      | 13,0%            | 26,2%     | 48,6%        | 46,8%      |
| Kazakhstan                          | 3,5%                      | -7,1%     | 0,3%         | -3,8%      | 5,5%             | -5,1%     | 1,6%         | -14,2%     |
| Kenya                               | 5,1%                      | 10,8%     | 21,1%        | 37,1%      | 5,5%             | 15,1%     | 24,8%        | 26,7%      |
| Kroatien                            | -4,8%                     | -4,7%     | 6,5%         | 11,1%      | -4,1%            | -2,3%     | 6,8%         | 6,4%       |
| Kuwait                              | 11,7%                     | 28,4%     | 39,9%        | 34,0%      | 13,4%            | 30,8%     | 40,1%        | 20,1%      |
| Lettland                            | 3,9%                      | 6,2%      | 6,8%         | 12,7%      | 4,4%             | 8,5%      | 6,6%         | 7,6%       |
| Litauen                             | 0,9%                      | 8,3%      | 12,6%        | 19,3%      | 1,6%             | 10,8%     | 13,0%        | 14,4%      |
| Mongoliet                           | -1,2%                     | -20,4%    | -21,4%       | -29,0%     | 0,4%             | -20,3%    | -22,8%       | -40,8%     |
| Nigeria                             | 13,0%                     | 14,3%     | 34,6%        | 71,3%      | 15,1%            | 17,6%     | 35,3%        | 58,0%      |
| Pakistan                            | 17,1%                     | 17,5%     | 27,3%        | 46,8%      | 19,4%            | 20,8%     | 29,7%        | 33,9%      |
| Qatar                               | 6,5%                      | 8,3%      | 10,5%        | 9,8%       | 8,6%             | 11,3%     | 12,6%        | 0,2%       |
| Rumänien                            | 1,1%                      | -4,6%     | 4,8%         | 18,1%      | 0,3%             | -3,1%     | 6,5%         | 15,7%      |
| Serbien                             | -6,3%                     | -8,0%     | 0,1%         | 17,1%      | -7,3%            | -7,0%     | 0,1%         | 17,7%      |
| Slovakien                           | 3,6%                      | 6,6%      | -0,2%        | 0,5%       | 4,3%             | 9,1%      | 0,1%         | -3,6%      |
| Slovenien                           | -3,8%                     | -1,9%     | -3,7%        | 14,5%      | -3,1%            | 0,4%      | -3,4%        | 9,8%       |
| Sri Lanka                           | 8,6%                      | 14,7%     | 14,5%        | 33,8%      | 10,9%            | 18,8%     | 17,8%        | 27,4%      |
| Ukraina                             | 4,5%                      | -15,8%    | -6,9%        | -24,0%     | 5,9%             | -13,8%    | -6,3%        | -31,2%     |
| Vietnam                             | 9,2%                      | 9,2%      | 25,3%        | 20,8%      | 11,0%            | 12,0%     | 26,6%        | 9,5%       |
| <b>Utvecklade marknader</b>         |                           |           |              |            |                  |           |              |            |
| MSCI World TR (net)                 | 0,1%                      | 5,7%      | 11,3%        | 27,9%      | 2,1%             | 8,7%      | 13,4%        | 16,7%      |
| Hong Kong                           | -1,5%                     | -2,7%     | -1,2%        | 20,2%      | 0,4%             | -0,1%     | 0,5%         | 9,7%       |
| Nasdaq                              | 3,8%                      | 9,4%      | 14,5%        | 22,2%      | 5,9%             | 12,4%     | 16,6%        | 11,6%      |
| Nikkei 225                          | -0,6%                     | 19,2%     | 32,5%        | 61,2%      | -1,7%            | 12,9%     | 16,6%        | 14,7%      |
| OMX Stockholm 30                    | 1,3%                      | 1,3%      | 10,0%        | 24,5%      | 1,3%             | 1,3%      | 10,0%        | 24,5%      |
| S&P 500                             | 2,1%                      | 7,7%      | 14,3%        | 24,5%      | 4,1%             | 10,7%     | 16,5%        | 13,6%      |
| Singapore                           | -1,7%                     | 1,3%      | 4,6%         | 19,4%      | -2,3%            | 2,0%      | 2,9%         | 11,1%      |
| STOXX Europe 600                    | 1,4%                      | 3,8%      | 7,6%         | 25,5%      | 2,1%             | 6,2%      | 8,0%         | 20,4%      |
| <b>Sektorer (tillväxtmarknader)</b> |                           |           |              |            |                  |           |              |            |
| Bank och finans                     | -3,5%                     | -3,9%     | -1,1%        | 20,2%      | -1,6%            | -1,3%     | 0,7%         | 9,7%       |
| Verkstad                            | -0,8%                     | -5,7%     | -4,3%        | 7,2%       | 1,1%             | -3,1%     | -2,5%        | -2,1%      |
| Dagligvaror                         | -3,5%                     | -0,2%     | 1,0%         | 22,1%      | -1,6%            | 2,5%      | 2,9%         | 11,5%      |
| Energi                              | -4,8%                     | -7,4%     | -11,6%       | 0,3%       | -2,9%            | -4,9%     | -10,0%       | -8,5%      |
| IT                                  | 1,1%                      | 0,8%      | 3,6%         | 20,6%      | 3,2%             | 3,6%      | 5,6%         | 10,1%      |
| Kraft                               | -7,2%                     | -5,9%     | -4,2%        | 1,2%       | -5,4%            | -3,3%     | -2,4%        | -7,6%      |
| Läkemedel                           | -2,5%                     | 3,3%      | 3,5%         | 26,9%      | -0,6%            | 6,1%      | 5,5%         | 15,8%      |
| Basindustri                         | -7,1%                     | -14,8%    | -19,3%       | -8,2%      | -5,2%            | -12,4%    | -17,8%       | -16,2%     |
| Sällanköpsvaror                     | 0,3%                      | -2,0%     | -2,3%        | 12,9%      | 2,3%             | 0,7%      | -0,5%        | 3,0%       |
| Telekom                             | -3,9%                     | -3,2%     | -6,6%        | 6,1%       | -1,9%            | -0,5%     | -4,8%        | -3,2%      |

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Appendix II – Utveckling råvaror

|                              | Utveckling i USD |           |               |            |
|------------------------------|------------------|-----------|---------------|------------|
|                              | Maj 2013         | 3 månader | Hittills i år | 12 månader |
| <b>Soft commodities</b>      |                  |           |               |            |
| Kaffe                        | -5,9%            | -10,9%    | -11,6%        | -20,9%     |
| Kakao                        | -7,5%            | 2,1%      | -2,0%         | 5,2%       |
| Majs                         | 1,9%             | 1,8%      | -19,0%        | 7,6%       |
| Palmolja                     | 3,2%             | -0,7%     | 0,4%          | -21,1%     |
| Ris                          | 3,0%             | -1,3%     | 2,9%          | 7,5%       |
| Soja                         | 6,6%             | 3,6%      | -6,8%         | 12,2%      |
| Vete                         | -3,5%            | -1,5%     | -10,4%        | -1,5%      |
| <b>Energi</b>                |                  |           |               |            |
| Kol (coking coal, Kina)      | 0,3%             | 0,5%      | 1,0%          | 0,1%       |
| Kol (steam coal, Australien) | 1,2%             | -6,7%     | -4,2%         | -5,5%      |
| Kol (steam coal, Kina)       | -0,3%            | -1,8%     | -1,7%         | -20,6%     |
| Naturgas (Henry Hub)         | -6,5%            | 15,1%     | 17,2%         | 71,5%      |
| Olja (Arabian Light)         | -2,2%            | -9,7%     | -10,5%        | -3,1%      |
| Olja (Brent)                 | -2,2%            | -11,4%    | -11,3%        | -2,9%      |
| Olja (WTI)                   | -1,6%            | -0,1%     | 0,2%          | 6,3%       |
| <b>Gödsel</b>                |                  |           |               |            |
| Ammonia                      | 0,0%             | -6,1%     | -14,3%        | -6,1%      |
| Fosfat                       | 0,0%             | -13,2%    | -13,2%        | -17,5%     |
| Potash                       | 0,0%             | -2,1%     | -4,2%         | -13,2%     |
| Sulfur                       | 3,3%             | 3,3%      | -3,1%         | -13,9%     |
| Urea                         | -1,8%            | -17,8%    | -10,8%        | -26,1%     |
| <b>Metaller</b>              |                  |           |               |            |
| Aluminium                    | 1,9%             | -4,9%     | -8,1%         | -4,4%      |
| Guld                         | -6,0%            | -12,1%    | -17,2%        | -11,1%     |
| Järnmalm                     | -18,8%           | -26,3%    | -22,8%        | -18,2%     |
| Koppar                       | 3,6%             | -6,5%     | -7,8%         | -1,6%      |
| Nickel                       | -3,7%            | -10,7%    | -13,1%        | -8,7%      |
| Paladium                     | 7,3%             | 2,9%      | 6,5%          | 22,4%      |
| Platinum                     | -3,2%            | -7,9%     | -5,3%         | 3,0%       |
| Silver                       | -8,5%            | -22,0%    | -26,6%        | -19,6%     |
| Stål                         | -4,6%            | -9,6%     | -6,1%         | -14,3%     |
| Zinc                         | 3,2%             | -6,7%     | -7,4%         | 3,0%       |

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

## Appendix III – Utveckling valutor

|                            | Lokal valuta per 1 SEK |                  |                   |              |          |           |               |            |
|----------------------------|------------------------|------------------|-------------------|--------------|----------|-----------|---------------|------------|
|                            | Maj 31, 2013           | Januari 31, 2013 | December 31, 2012 | Maj 31, 2012 | Maj 2013 | 3 månader | Hittills i år | 12 månader |
| Argentina (peso)           | 1,2525                 | 1,2764           | 1,3219            | 1,6220       | 0,1%     | -1,9%     | -5,2%         | -22,8%     |
| Bangladesh (taka)          | 0,0851                 | 0,0817           | 0,0815            | 0,0886       | 2,2%     | 4,2%      | 4,5%          | -3,9%      |
| Bosnien Hercegovina (mark) | 4,3989                 | 4,2986           | 4,3850            | 4,5849       | 0,7%     | 2,3%      | 0,3%          | -4,1%      |
| Brasilien (real)           | 3,0914                 | 3,2549           | 3,1671            | 3,5853       | -4,7%    | -5,0%     | -2,4%         | -13,8%     |
| Bulgarien (lev)            | 4,3981                 | 4,2989           | 4,3853            | 4,5847       | 0,7%     | 2,3%      | 0,3%          | -4,1%      |
| Chile (peso) X100          | 0,0132                 | 0,0136           | 0,0136            | 0,0140       | -4,1%    | -2,9%     | -2,5%         | -5,9%      |
| Colombia (peso) x100       | 0,0035                 | 0,0036           | 0,0037            | 0,0040       | -2,2%    | -2,0%     | -5,4%         | -12,3%     |
| Egyptien (pund)            | 0,9476                 | 0,9553           | 1,0210            | 1,2003       | 1,3%     | -0,8%     | -7,2%         | -21,0%     |
| Euro                       | 8,6037                 | 8,4427           | 8,5802            | 8,9877       | 0,7%     | 1,9%      | 0,3%          | -4,3%      |
| Filippinerna (peso)        | 0,1566                 | 0,1584           | 0,1585            | 0,1670       | -0,6%    | -1,1%     | -1,2%         | -6,2%      |
| Förenade Arabem. (dirham)  | 1,8021                 | 1,7533           | 1,7690            | 1,9744       | 2,0%     | 2,8%      | 1,9%          | -8,7%      |
| Hong Kong (dollar)         | 0,8527                 | 0,8304           | 0,8384            | 0,9342       | 2,0%     | 2,7%      | 1,7%          | -8,7%      |
| Indien (rupee)             | 0,1171                 | 0,1185           | 0,1182            | 0,1292       | -2,9%    | -1,1%     | -0,9%         | -9,4%      |
| Indonesien (rupia) X100    | 0,0007                 | 0,0007           | 0,0007            | 0,0008       | 0,5%     | 0,6%      | 1,0%          | -12,4%     |
| Japan (yen) X100           | 0,0659                 | 0,0696           | 0,0749            | 0,0926       | -1,1%    | -5,3%     | -12,0%        | -28,8%     |
| Kazakstan (tenge)          | 0,0437                 | 0,0428           | 0,0432            | 0,0490       | 1,9%     | 2,1%      | 1,2%          | -10,8%     |
| Kenya (shilling)           | 0,0777                 | 0,0748           | 0,0755            | 0,0841       | 0,4%     | 3,9%      | 3,0%          | -7,6%      |
| Kina (renminbi)            | 1,0790                 | 1,0351           | 1,0429            | 1,1387       | 2,5%     | 4,2%      | 3,5%          | -5,2%      |
| Kroatien (kuna)            | 1,1361                 | 1,1078           | 1,1331            | 1,1860       | 0,8%     | 2,6%      | 0,3%          | -4,2%      |
| Kuwait (dinar)             | 23,1526                | 22,7354          | 23,1070           | 25,8271      | 1,5%     | 1,8%      | 0,2%          | -10,4%     |
| Lettland (lati)            | 12,2621                | 12,0011          | 12,2830           | 12,8513      | 0,4%     | 2,2%      | -0,2%         | -4,6%      |
| Malaysia (ringgit)         | 2,1385                 | 2,0839           | 2,1248            | 2,2841       | 0,3%     | 2,6%      | 0,6%          | -6,4%      |
| Marocko (dirham)           | 0,7730                 | 0,7552           | 0,7677            | 0,8129       | 0,8%     | 2,4%      | 0,7%          | -4,9%      |
| Mexiko (peso)              | 0,5168                 | 0,5039           | 0,5055            | 0,5045       | -3,4%    | 2,5%      | 2,2%          | 2,4%       |
| Mongoliet (togrog)         | 0,0046                 | 0,0046           | 0,0047            | 0,0055       | 1,6%     | 0,1%      | -1,7%         | -16,6%     |
| Nigeria (naira)            | 0,0418                 | 0,0407           | 0,0416            | 0,0454       | 1,9%     | 2,9%      | 0,5%          | -7,8%      |
| Pakistan (rupee)           | 0,0672                 | 0,0656           | 0,0669            | 0,0774       | 1,9%     | 2,4%      | 0,4%          | -13,2%     |
| Peru (ny sol)              | 2,4186                 | 2,4876           | 2,5466            | 2,6755       | -1,5%    | -2,8%     | -5,0%         | -9,6%      |
| Polen (zloty)              | 2,0110                 | 2,0258           | 2,1004            | 2,0417       | -2,0%    | -0,7%     | -4,3%         | -1,5%      |
| Qatar (rial)               | 1,8177                 | 1,7688           | 1,7844            | 1,9918       | 2,0%     | 2,8%      | 1,9%          | -8,7%      |
| Rumänien (lei)             | 1,9595                 | 1,9298           | 1,9286            | 2,0011       | -0,8%    | 1,5%      | 1,6%          | -2,1%      |
| Ryssland (ruble)           | 0,2076                 | 0,2104           | 0,2129            | 0,2170       | -0,6%    | -1,3%     | -2,5%         | -4,3%      |
| Serbien (dinar)            | 0,0763                 | 0,0755           | 0,0763            | 0,0759       | -1,2%    | 1,0%      | 0,0%          | 0,5%       |
| Singapore (dollar)         | 5,2354                 | 5,1997           | 5,3181            | 5,6278       | -0,6%    | 0,7%      | -1,6%         | -7,0%      |
| Sri Lanka (rupe)           | 0,0523                 | 0,0505           | 0,0509            | 0,0549       | 2,2%     | 3,6%      | 2,8%          | -4,8%      |
| Sydafrika (rand)           | 0,6559                 | 0,7136           | 0,7668            | 0,8509       | -9,4%    | -8,1%     | -14,5%        | -22,9%     |
| Sydkorea (won)             | 0,0059                 | 0,0059           | 0,0061            | 0,0061       | -0,6%    | -1,5%     | -4,0%         | -4,6%      |
| Taiwan (dollar)            | 0,2211                 | 0,2173           | 0,2238            | 0,2430       | 0,6%     | 1,7%      | -1,2%         | -9,0%      |
| Thailand (bhat)            | 0,2182                 | 0,2162           | 0,2124            | 0,2278       | -1,6%    | 0,9%      | 2,7%          | -4,2%      |
| Tjeckien (koruny)          | 0,3344                 | 0,3277           | 0,3418            | 0,3485       | 1,0%     | 2,1%      | -2,1%         | -4,0%      |
| Turkiet (lira)             | 3,5289                 | 3,5807           | 3,6430            | 3,8837       | -2,5%    | -1,4%     | -3,1%         | -9,1%      |
| Ukraina (hryvnia)          | 0,8119                 | 0,7926           | 0,8072            | 0,8973       | 1,3%     | 2,4%      | 0,6%          | -9,5%      |
| Ungern (forint)            | 0,0290                 | 0,0284           | 0,0294            | 0,0298       | 1,6%     | 1,9%      | -1,5%         | -2,8%      |
| USD (dollar)               | 6,6202                 | 6,4660           | 6,5032            | 7,2684       | 2,1%     | 2,4%      | 1,8%          | -8,9%      |
| Vietnam (dong) X1000       | 0,0003                 | 0,0003           | 0,0003            | 0,0003       | 1,6%     | 2,5%      | 1,0%          | -9,3%      |

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder