TUNDRA FONDER

MÅNADSBREV JULI 2013

TUNDRA FONDER
Passion för tillväxtmarknader

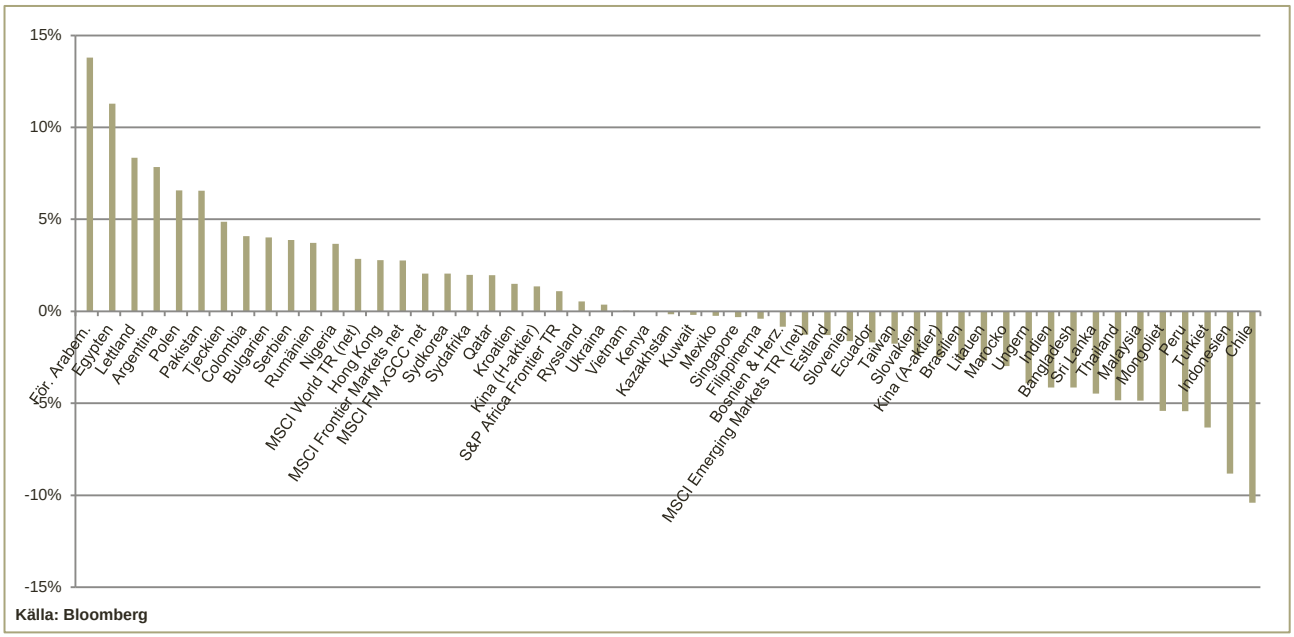
Månadsbrev juli 2013 - Tillväxtmarknader under juli

Tillväxtmarknaderna under juli

Flertalet tillväxt- och gränsmarknader steg under juli. På grund av den svenska kronans förstärkning under månaden blev avkastningen mätt i SEK dock negativ för flera marknader. MSCI Emerging Market net mätt i SEK slutade månaden på -1,3% medan MSCI Frontier Markets net steg 2,8%. Utvecklade marknader, mätt som MSCI World net, steg 2,8%. Förenade Arabemiraten, Egypten och Lettland blev bästa marknader med uppgångar på 14%, 11% respektive 8% (SEK). Sämre gick det för Chile (-10%), Indonesien (-9%) och Turkiet (-6%). Glädjande nog återfinns såväl Pakistan som Nigeria bland månadens bättre marknader. Bland de större marknaderna utvecklades Hong Kong/Kina, Sydkorea och Sydafrika bäst.

sakta men säkert återhämta sig från eurokrisen, den japanska ekonomin stärks av president Abes stödåtgärder och den amerikanska ekonomin uppvisar viss stabilitet. En sådan utveckling torde slå hårdast mot inhemska sektorer i tillväxtregionerna medan globala sektorer såsom Energi och Basindustri borde påverkas ungefär likvärdigt i utvecklade marknader och tillväxtmarknader. Den viktigaste drivkraften för dessa bolag, energi- och råvarupriserna, är ju trots allt ungefärligt likvärdiga över hela jorden, justerat för transportkostnader och tillfälliga inslag av lokal spekulation eller logistiska flaskhalsar. Som framgår av Diagram 2 uppvisar dock bolag inom dessa båda sektorer markant olika aktiekursutveckling hittills i år.

Diagram 1: Tillväxtmarknader juli 2013 (SEK)



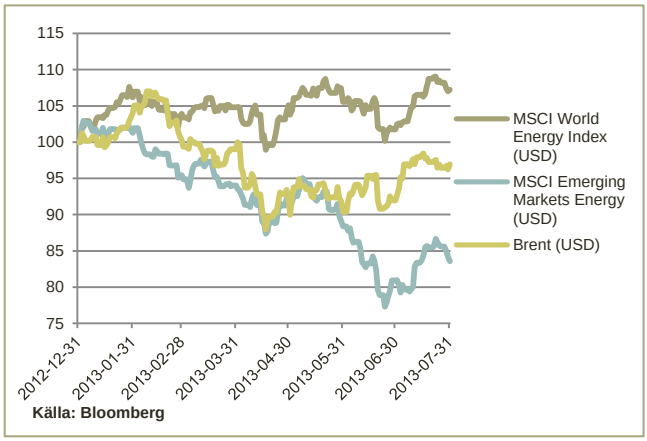
Källa: Bloomberg

Den förbättrade riskaptiten under juli kan på ett globalt plan förklaras av minskad oro för att FED kommer att reducera sitt kvantitativa stimulanspaket tillsammans med positiva signaler från Kina. Det sistnämnda avser dels marknadens lättnad efter att landets interbankränta normaliserats och dels uttalanden från landets regering om att man avser lansera administrativa och fiskala program för att stödja tillväxten.

Råvaru- och energisektorerna på tillväxtmarknader

Ett argument som framförts som förklaring till varför tillväxtmarknaderna givit en sämre avkastning än utvecklade marknader hittills i år är att medan tillväxttakten mattats av i tillväxtregionerna tycks Europa

Diagram 2: Energibolag på tillväxtmarknader vs utvecklade marknader



Källa: Bloomberg

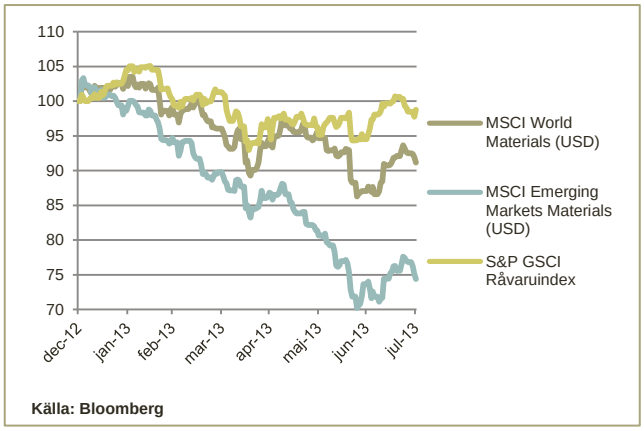
TUNDRA FONDER
Passion för tillväxtmarknader

Månadsbrev juli 2013 - Tillväxtmarknader under juli

Medan energibolag på utvecklade marknader stigit 7% hittills i år (räknat i USD), har konkurrenterna i tillväxtländerna fallit med 16%. Under samma period föll oljepriset (mätt som Brent) med 3%.

I Diagram 3 genomför vi samma exercis på råvarubolag.

Diagram 3: Råvarubolag på tillväxtmarknader vs utvecklade marknader

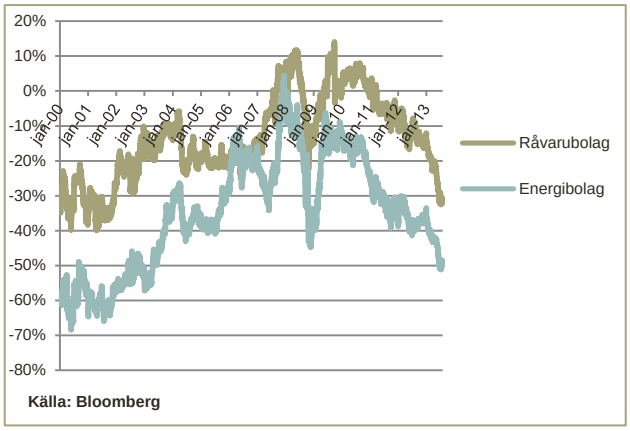


Det ska sägas att inte alla råvaror handlas till ett världsmarknadspris. Det tydligaste exemplet är cement, som p.g.a. sitt låga pris per viktenhet inte lönsamt kan transporteras mer än begränsade sträckor. Detta till trots är bilden tydlig: i en väldiversifierad korg av bolag såsom MSCI Emerging Market Materials-index har en fjärdedel av värdet raderats ut sedan årsskiftet (mätt i USD). För den som istället investerat i motsvarande index på utvecklade marknader, hade avkastningen istället varit mer moderata -9%. Under samma period var S&P GSCI, ett brett råvaruindex, så gott som oförändrat och medan LMEs index över metallpriser fallit med 13% i USD. En trolig förklaring till den vitt skilda avkastningen mellan tillväxtmarknadsbolagen och bolag på utvecklade marknader, är att riskpremien stigit på tillväxtmarknaderna.

Det ska påpekas att den kraftiga nedgången i aktiekurserna på tillväxtmarknaderna inte är begränsat till små okända bolag – brasilianska Petrobras, världens 14:e största producent av olja och naturgas, har hittills i år fallit med 23%, ryska Gazprom, världens näst största producent, har fallit med 18% medan aktieägare i brasilianska CVRD, världens största järnmalmsproducent, har fått se en tredjedel av sitt börsvärde raderat.

På dagens P/EK-multiplar handlas råvarubolag på tillväxtmarknaderna med drygt 30% rabatt mot råvarubolag på utvecklade marknader (se Diagram 4).

Diagram 4: P/EK-rabatt tillväxtmarknader vs utvecklade marknader



Senast vi noterade en motsvarande rabatt var hösten 2001 efter att världen gått in i en global lågkonjunktur efter briserandet av IT-boomen. Inom energisektorn ter det sig än mer anmärkningsvärt – energibolagen på tillväxtmarknaderna handlas nu 17% under det egna bokförda kapitalet. Motsvarande värdering har sedan år 2000 endast noterats under en period, hösten 2008 under rådande lågkonjunktur i spåren av den globala finanskrisen. Värderingsrabatten mot utvecklade marknader är nu 50%, att jämföra med det historiska genomsnittet på 35%.

Huruvida de globala råvaru- och energipriserna kommer stiga eller sjunka det kommande året låter vi vara osagt men vi kan konstatera att för den som söker exponering mot råvaror ter sig tillväxtmarknadsbolagen som intressanta alternativ värda att titta närmare på.

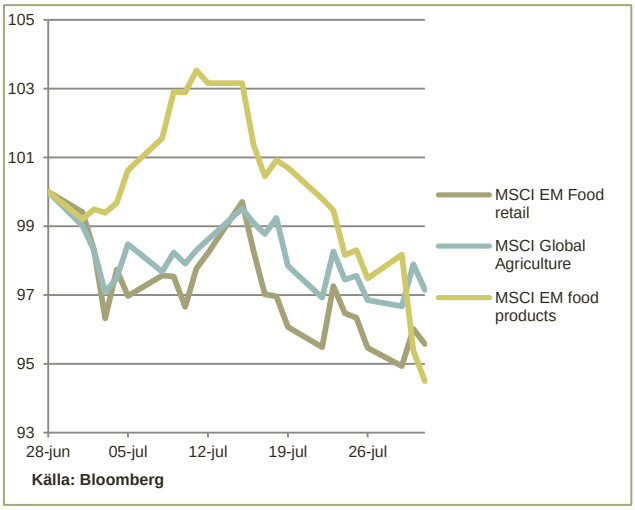
TUNDRA FONDER
Passion för tillväxtmarknader

Månadsbrev juli 2013 - Tundra Agri & Food

Marknaden i juli

MSCI Emerging Markets Food Retail Index föll 4,4% under månaden medan MSCI Emerging Markets Food Products Index föll 2,9% och MSCI Global Agriculture Index föll 2,9%. Alla förändringar i SEK. Svenska kronan steg 2,3% mot USD under månaden.

Diagram 5: Marknaden i juli



Den största nyheten inom global livsmedelsförsörjning under juli är att den OPEC-likande situation som funnits inom försäljningen av gödselkomponenten kalium, verkar ha brutits i slutet av juli. Det ryska bolaget Uralkali, som är en av världens största producenter av kalium, annonserade plötsligt att de inte längre vill samverka i sin försäljning mot de stora importländerna Kina, Indien och Brasilien. Produktion och försäljning av kalium är en oligopolmarknad där knappt tio producenter står för över 90% av världens totala kaliumproduktion. Genom prissamverkan har de under en lång tid lyckats hålla priset på kalium långt över vad marginalkostnaden är för de dyraste producenterna att producera.

Uralkali har tidigare samordnat all i sin exportförsäljning av kalium med sin Vitryska konkurrent, Belaruskali. Under flera år har de största kaliumproducenterna i forna Sovjetunionen, men även i Nordamerika prioriterat ett så högt pris som möjligt snarare än att maximera sin produktionsvolym.

Med omedelbar verkan exporterar nu Uralkali direkt till Kina utanför det tidigare samarbetet. I ett uttalande från bolaget så räknar de själva med att priset på kalium kommer falla från nuvarande ungefär USD 400 per ton till USD 300 per ton då de kommer öka sin produktionsvolym med 25-30% under de närmaste sex till tolv månaderna.

De flesta gödselföretags aktier globalt föll efter denna nyhet och de bolag som har egen kaliumproduktion föll mest.

Motivet till Uralkalis drastiska åtgärd, som kommer vara negativt för bolagets egen intjäning på kort sikt, är inte helt klart. Officiellt hävdar bolaget att deras vitryska partners redan ”fuskat” och sålt kalium på export utanför deras samarbete. Det finns även teorier om att Uralkalis ökade produktionsvolymer och sänkta pris dels är ett sätt att slå ut mindre konkurrenter som har väsentligt mycket högre produktionskostnader och dels göra det svårt för andra konkurrenter att investera i nya stora kaliumprojekt. För Vitryssland som nation är kaliumexporten ungefär 10% av totala exporten, så Uralkalis åtgärder kommer att ha en negativ inverkan på Vitrysslands ekonomi i stort men framförallt för statsbudgeten.

Vi har tidigare rapporterat att Ureapriserna (kväve) varit pressade under året. Detta på grund av ny kapacitet, men också på grund av fallande valutakurser i de stora tillväxtmarknadsländerna som Indien och Brasilien.

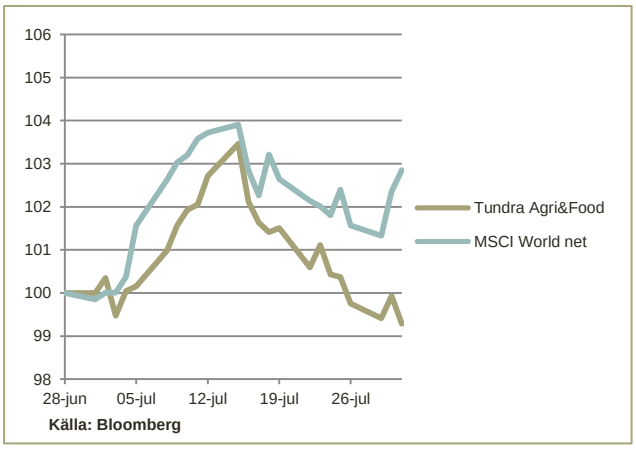
På lite sikt är den ovan nämnda utvecklingen gynnsam för de stora importörerna av gödsel såsom Kina, Indien och Brasilien, men även jordbrukare världen över som kommer att få se lägre gödselkostnader och därmed bättre marginaler.

På längre sikt, vilket kan vara några år, kan effekterna vara de motsatta. Att mindre kaliumproducenter med höga produktionskostnader kan bli utkonkurrerade och att stora nya projekt läggs i malpåse kan innebära att långsiktigt kaliumpris kan bli än högre.

Tundra Agri & Food i juli

Tundra Agri & Food föll 0,7% (SEK) i juni, jämfört med MSCI World (SEK) som steg 2,8%, och MSCI Emerging Markets (SEK) som föll 1,3% under samma period.

Diagram 6: Fonden vs marknaden



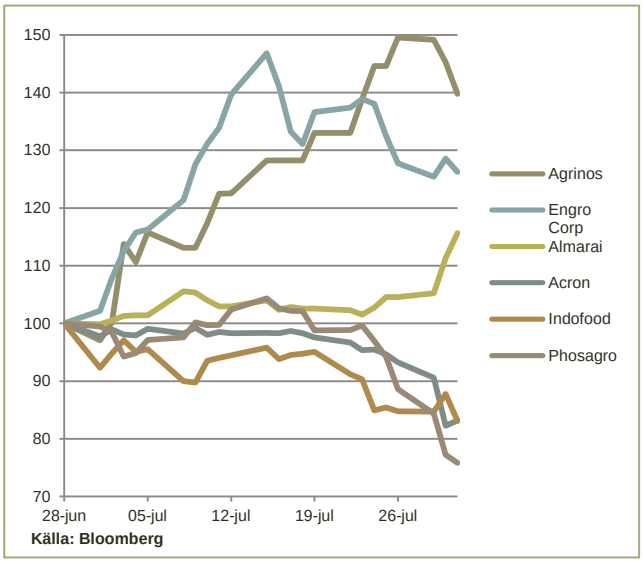
Månadsbrev juli 2013 - Tundra Agri & Food

Vid månadens slut ägde fonden 35 aktier från 14 länder. Ryssland (16%), Pakistan (14%), Kina (11%) och Brasilien (11%) är de fyra länder fonden har störst exponering mot. Bäst utveckling i SEK under månaden uppvisade Agrinos (+40%), Engro Corp.. (+26%) och Almarai (+15%). Sämst utveckling uppvisade Phosagro (-24%), Indofood (-17%) och Acron (-17%).

Bästa delsektor mätt som bidrag till avkastningen var Övrigt som bidrog med knappt en halv procent i avkastning för fonden. Agrinos och Packages var de två aktier i sektorn som steg under juli. Sämsta delsektor under månaden var livsmedelsdetaljister som gav ett negativt bidrag på 0,8% under juli. Övriga delsektorers bidrag var mindre än +/-0,2%.

Bästa land mätt som bidrag till avkastningen var Pakistan som bidrog med drygt 1,5% följt av Saudiarabien som bidrog med en knappt 1%. Sämsta land var Ryssland vars negativa bidrag var 1,2% och därefter Indonesien som hade ett negativt bidrag på 0,75%.

Diagram 7: Bäst och sämst



Källa: Bloomberg

Tabell 1: 10 största innehav Tundra Agri & Food

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	FY2012A	FY2013E	FY2014E	Dir. avk. (2013)	förändr. 1 mån (SEK)	Noterings valuta	förändr. 1 mån (lokal valuta)
Almarai	Saudiarabien	6,3%	8 906	Största mejeriet i Gulfländerna med nästan 50% marknadsandel på mjölk och yoghurt. Har under senare år breddat verksamheten till bla juicer och andra förädlade livsmedel.	22,6	21,6	17,9	2,0%	15,7%	SAR	18,9%
Engro Corp.	Pakistan	5,5%	840	Pakistans ledande konglomerat, stora inom gödsel och livsmedelsindustri	39,5	11,5	7,6	0%	26,2%	PKR	32,6%
Magnit lokala	Ryssland	4,8%	24 399	Rysslands största livsmedelsdetaljist	24,8	23,7	19,3	1,4%	3,4%	RUB	6,8%
Indofood	Indonesien	4,3%	5 860	Störst på vidareförädlad mat i Indonesien	18,7	16,2	14,2	3,0%	-16,9%	IDR	-11,6%
Sun Art	Kina	4,1%	13 248	Livsmedelsdetaljist, störst i Kina inom stormarknadssegment	34,6	29,4	25,3	1,4%	-6,5%	HKD	-3,9%
Brasil Foods	Brasilien	4,1%	18 697	En av världens största kycklingproducenter, men även producent av pasta, sojabönor och frysta grönsaker. Verksamhet i Latinamerika men även mellanöstern, Europa och Asien	34,6	23,7	17,9	1,6%	-4,0%	USD	-1,3%
Tiger Brands	Sydafrika	3,9%	6 394	Producerar, processar och distribuerar livsmedel i Sydafrika, men även i Sub Sahara	18,2	18,0	15,9	3,2%	1,5%	ZAr	4,1%
Shoprite	Sydafrika	3,7%	10 320	Livsmedelsdetaljist, i Sydafrika men även bla. i Nigeria	25,7	24,1	20,8	2,4%	-12,3%	ZAr	-10,0%
Thal	Pakistan	3,5%	126	Industrikonglomerat, men äger även 25% av Pakistans största livmedelsdetaljist	6,6	5,3	4,6	2,1%	14,1%	PKR	19,8%
Adecoagro	Argentina/Brasilien	3,4%	801	En av världens största privata markägare. Verksamma i Argentina, Brasilien och Uraguai. Jordbruk, socker och kraftigt ökande etanolproduktion.	neg	12,9	9,2	0,8%	2,0%	USD	4,8%

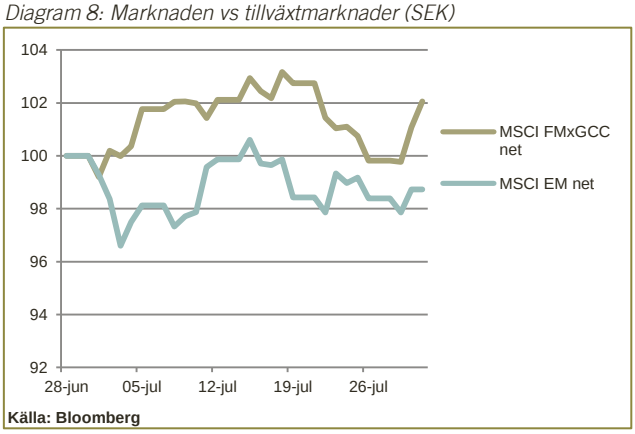
Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

Månadsbrev juli 2013 - Tundra Frontier Opportunities

Marknaden

MSCI FM xGCC net (SEK) steg 2,1% under månaden, jämfört med MSCI EM net (SEK) som föll 1,3%.

Diagram 8: Marknaden vs tillväxtmarknader (SEK)

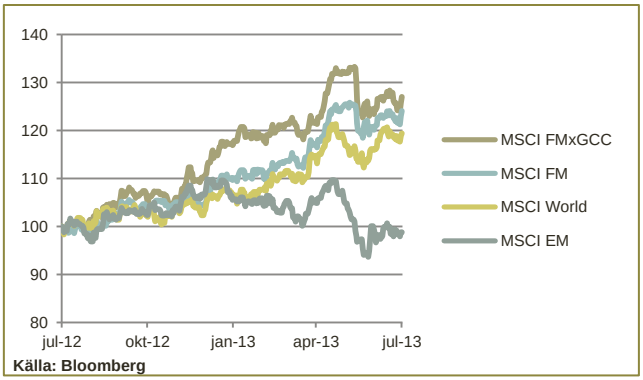


Det var en lugn månad för gränsmarknader med relativt små rörelser. Bäst utveckling uppvisade återigen Pakistan som steg knappt 7% under månaden. Svagast utvecklades Sri Lanka som föll 5%. Största marknaden Nigeria steg drygt 3% under månaden.

Är gränsmarknader överköpta?

Även om tillgängliga alternativ för att få exponering mot gränsmarknader fortsatt är begränsade i antal konstaterar vi hur investerarkollektivet blivit allt mer nyfikna på tillgångsklassen. Det publiceras mer material från de globala mäklarhusen och många är optimistiska. Gränsmarknader har de senaste tolv månaderna gått 29% (gränsmarknader ex GCC länderna) respektive 26% (gränsmarknader inkl. GCC länderna) bättre än tillväxtmarknadsindex. Det är rimligt att göra en avstämning. Hur värderas gränsmarknader idag relativt sitt historiska genomsnitt och hur är relationen i förhållande till tillväxtmarknader och utvecklade marknader?

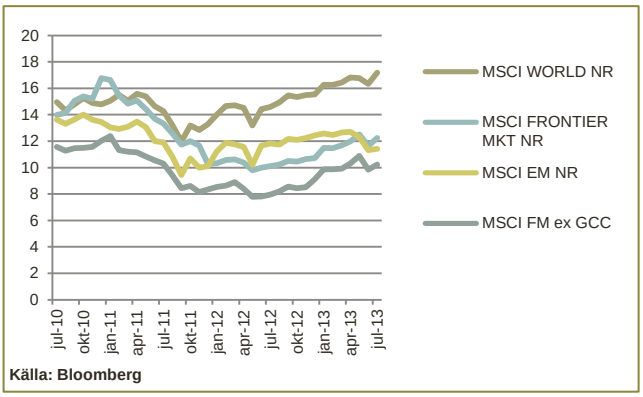
Diagram 9: Kursutveckling olika tillgångsklasser 12 månader



Det man vid en snabb anblick kan konstatera att det snarare är traditionella tillväxtmarknader som sticker ut. Storleken på rörelsen och samvariationen mellan gränsmarknader och utvecklade marknader har varit relativt god de senaste tolv månaderna, medan tillväxtmarknader laggar rejält.

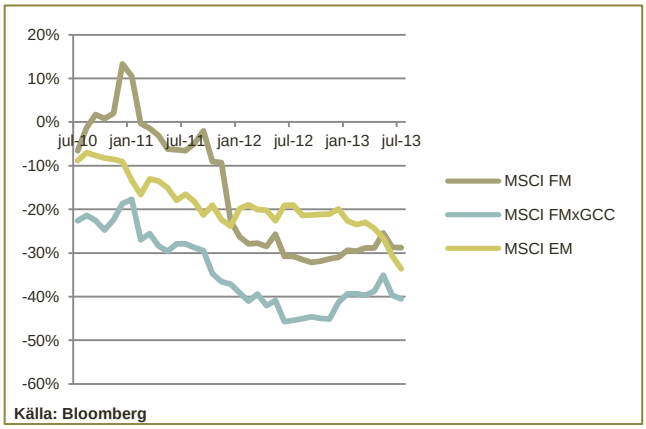
Om vi istället ser hur olika tillgångsklasser värderats de senaste tre åren och jämför det med var vi befinner oss idag så är kanske det mest anmärkningsvärda multipelexpansionen för världsindex som nu befinner sig en god bit över genomsnittet de senaste tre åren.

Diagram 10: P/E-värdering olika tillgångsklasser 3 år



Vi har talat en del om värderingsrabatten mellan tillväxtmarknader och utvecklade marknader men faktum är att rabatten ökat även för gränsmarknader (se diagram 11)

Diagram 11: Gränsmarknaders och tillväxtmarknaders rabatt (P/E-tal) relativt utvecklade marknader



Relationen mellan tillväxtmarknader och gränsmarknader kan även utläsas från diagram 11 ovan. Även här är det svårt att säkert uttala sig om eventuell överentusiasm i någon tillgångsklass på bekostnad av någon annan. Det krävs att vi ger oss ner på beräkningar för att kunna utläsa något ur grafiken.

TUNDRA FONDER
Passion för tillväxtmarknader

Månadsbrev juli 2013 - Tundra Frontier Opportunities

Gränsmarknader (inklusive gulfen) handlas med 7% premie relativt tillväxtmarknader jämfört med 2% i genomsnitt de senaste tre åren. Gränsmarknader exklusive gulfländerna handlas samtidigt med 19% rabatt relativt tillväxtmarknader jämfört med 34% genomsnittlig rabatt de senaste tre åren.

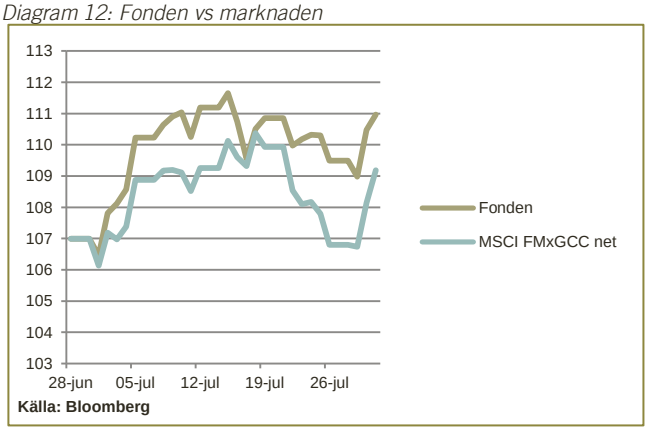
Jämför vi istället tillväxt- och gränsmarknader med utvecklade marknader framkommer att tillväxtmarknader handlas med 34% rabatt relativt utvecklade marknader jämfört med 19% historiskt, gränsmarknader med 29% rabatt relativt 16% historiskt och gränsmarknader exklusive gulfländerna med 40% rabatt relativt 34% historiskt. Alla tillgångsklasserna är således lägre värderade än genomsnittet de senaste tre åren relativt utvecklade marknader.

Mycket siffror och otydlig bevisföring skulle man kunna säga. Vad drar vi då för slutsatser? Gränsmarknader har gått bättre än tillväxtmarknader, framförallt det senaste året, men det är svårt att hävda någon överentusiasm om man ser till värderingarna. I det fall investerare framöver antar en mer optimistisk syn på global tillväxt och råvarupriserna återigen börjar stiga kommer tillväxtmarknader att gå starkare än gränsmarknader under en tid. För de som är något mer osäkra på kraften i en global återhämtning så ter sig gränsmarknader fortsatt som ett bättre alternativ. Den viktigare frågan, och det man som investerare nog bör vara mer vaksam på, är hur länge utvecklade marknaders premievärdering kan fortsätta öka. Om optimismen är befogad kommer en sådan utveckling då inte gynna även den mindre utvecklade delen av världen?

Fonden

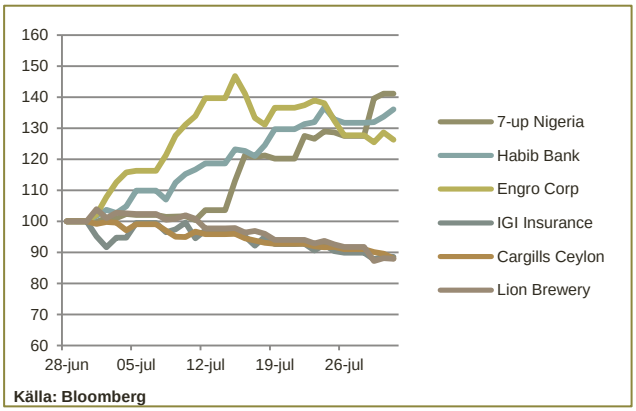
Fonden steg under månaden med 3,7% (SEK) jämfört med MSCI FMxGCC (net) som steg 2,1%.

Diagram 12: Fonden vs marknaden



Bäst utveckling under månaden uppvisade 7-up Nigeria, pakistanska Habib Bank och Engro Corp. Sämst utveckling uppvisade Sri Lankesiska Lion Brewery och Cargills Ceylon samt pakistanska IGI Insurance.

Diagram 13: Bäst och sämst (SEK)



Fonden genomförde under månaden sina första två investeringar i **Bangladesh**. Efter ett antal månaders av administrativt arbete blev Tundra Fonder (igen) det första svenska fondbolaget hos Sveriges största förvaringsinstitut som öppnade konto i eget namn för handel av lokala aktier på Dhakabörsen. Vid månadens slut utgjorde Bangladesh omkring 3% av fondförmögenheten. Vi ser fram emot att berätta mer om våra investeringar i Bangladesh längre fram.

Utöver investeringarna i Bangladesh ökade fonden även sitt innehav i pakistanska It-bolaget **Netsol Technologies**, en snabbväxande mjukvaruutvecklare till under P/E 4 vars moderbolag (och i stort sett samma verksamhet) handlas tre gånger högre på Nasdaqbörsen. Vi träffade Netsol på vår senaste resa till Pakistan i slutet av maj. Innehavet hamnar inom vår högriskkategori men är också en möjlig femdubblare de närmaste åren. Innehavet utgör nu 4% av fondförmögenheten.

Största marknader vid utgången av månaden var Pakistan (36%) följt av Nigeria (17%) och Sri Lanka (9%).

Månadsbrev juli 2013 - Tundra Frontier Opportunities

Tabell 2: 10 största innehav Tundra Frontier Opportunities

					P/E					
Bolag	**Land**	**Tundra vikt i portfölj**	**Börsvärde (USD m)**	**Kort beskrivning**	**FY2012**	**FY2013E**	**Dir. avk. (senast)**	**förändr. 1 mån (SEK)**	**Noterings valuta**	**Förändr. 1 mån (lokal valuta)**
Nigerian Breweries	Nigeria	5,2%	8118	Nigerias största bryggeri	34,9	30,2	1,7%	8,5%	NGN	10,4%
Bank Al Falah	Pakistan	4,1%	281	Pakistans sjätte största bank men på frammarsch. Ökat investerarfokus och låg värdering	6,4	6,8	9,6%	10,6%	PKR	16,1%
John Keells Holding	Sri Lanka	4,1%	1695	Sri Lankas ledande industrikonglomerat, stora inom livsmedelssektorn, fastigheter och infrastruktur	25,9	20,8	1,3%	-0,3%	LKR	3,5%
Netsol Technologies	Pakistan	4,0%	33	Pakistans ledande noterade It-bolag	3,6	3,5	0,0%	26,0%	PKR	32,3%
Coca-Cola Hell	Grekland	3,4%	9450	Ledande buteljerare av Coca-Colas produkter, mer än hälften av försäljningsvolymer på tillväxt- och gränsmarknader	30,0	25,0	0,0%	8,6%	USD	11,2%
East African Breweries	Kenya	3,2%	3031	Östra Afrikas ledande bryggeri	27,7	31,6	2,2%	-3,5%	KES	0,6%
Searle	Pakistan	2,7%	43	Ledande pakistansk läkemedelstillverkare (licens) men producerar även t ex barnmat och näringstillskott	10,0	8,2	0,8%	10,9%	PKR	16,4%
Kazmunaigaz	Kazakhstan	2,6%	6181	Kazakhstans största noterade oljebolag	5,5	5,8	12,1%	-5,2%	USD	-2,8%
Pakistan Telecom	Pakistan	2,4%	1050	Pakistans "Telia". Äger även mobilteleoperatören Ufone med 24 miljoner abonnenter	30,1	9,0	3,6%	21,5%	PKR	27,5%
Engro Corp.	Pakistan	2,4%	813	Ledande pakistanskt konglomerat. Stora inom bl. a livsmedelsindustri och gödseltillverkning	39,5	11,5	0,0%	26,4%	PKR	32,6%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

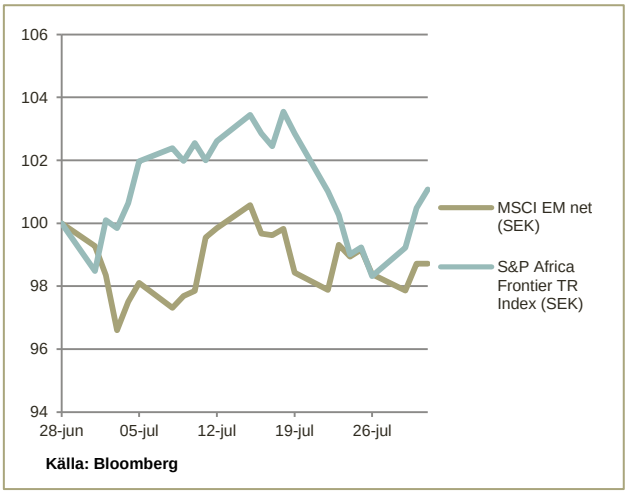
TUNDRA FONDER
Passion för tillväxtmarknader

Månadsbrev juli 2013 - Tundra Nigeria & Sub-Sahara

Afrikanska marknaderna i juli

Jämfört med juni var juli lugnare med markant mindre svängningar på de Afrikanska marknaderna. S&P Africa Frontier Total Return Index gick upp 1,1%(i SEK) under juli månad vilket var bättre än MSCI Emerging Markets net (-1,3%). Generellt steg marknaderna i början av månaden och backade sedan något inför inledningen av halvårsrapporterna. Än så länge har de flesta bolagen motsvarat eller slagit förväntningarna och de flesta bolagen levererar bra tillväxt i såväl omsättning som vinst.

Diagram 14: S&P Africa Frontier TR Index vs tillväxtmarknader



Månadens bästa marknad var Zimbabwe (+7,6% i SEK), trots osäkerheten kring landets val den 31 juli. Sittande presidenten Robert Mugabe lyckades med mer eller mindre legala vägar säkra makten i ytterligare fem år. Resultatet är inte oväntat och den stora diskussionen har snarare handlat om hur mycket fusk som förekommit och hur oppositionen, ledd av Morgan Tsvangirai, kommer att reagera. Än så länge lyser större våldsamheter med sin frånvaro, men röstläget är tämligen högt och Tsvangirai har kallat valet en fars.

I Nigeria behöll centralbanken som väntat styrräntan oförändrad trots att inflationen är på nedgång och sjönk till 8,4% i juni från 9,0% i maj. Inflationen för juli har inte släppts ännu. Centralbanken har dock noterat att likviditeten är tämligen hög och valde därför att strama åt genom att höja bankernas reservkrav för insättningar från statliga myndigheter från 12% till 50%. Generellt uppskattas statliga insättningar uppgå till mellan 20-25% av totala insättningar i banksystemet, där vissa banker ligger högre och andra lägre. Då bankerna inte får någon ränta på reservkraven leder åtgärden till sämre intjäning i branschen. Dock kan vi se något högre räntor i obligationsmarknaden som följd av minskad efterfrågan vilket delvis kan kompensera bortfallet för bankerna.

Bankerna backade initialt på beskedet men återhämtade sig efter några dagar då alltfler banker rapporterade och slog förväntningarna. Börsen i Lagos steg 3,4% i juli.

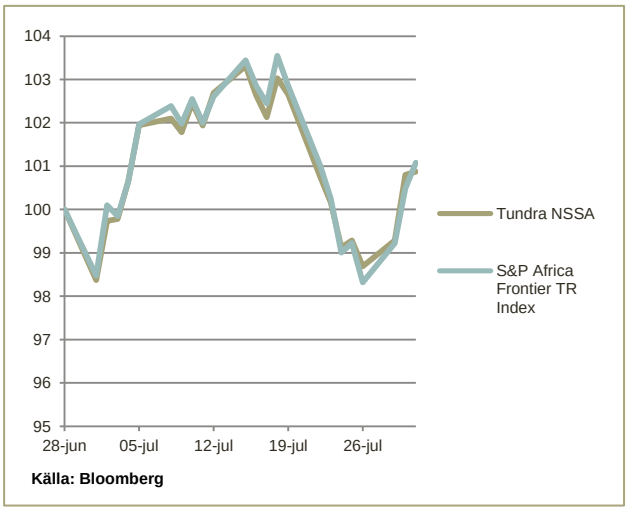
Kenya rapporterade att BNP under årets första kvartal ökade med 5,2% jämfört med samma period föregående år, en ökning från 5,1% föregående kvartal. Jordbrukssektorn (21% av BNP) växte med 8,3% tack vare större skördar av bland annat te. Tillverkningssektorn (10% av BNP) växte med 4,3% och byggnadssektorn (4% av BNP) ökade med 13,5%. Osäkerheten kring valet i mars minskade dock aktiviteten i Hotell & restaurangsektorn som krympte med 15,8%. Kenya rapporterade också ökande inflation för juni, 4,9%, jämfört med maj 4,1% främst drivet av mat, drivmedel, elektricitet och transporter. Den kenyanska marknaden gick upp 1% under månaden.

Utvecklingen i övriga marknader var blandad där Ghana backade -1,5%, Mauritius -3,7%, Botswana -2,7% och Tanzania -0,7% (samtliga i SEK). Namibia och Zambia klarade sig bättre och steg 1,5% respektive 1,3%.

Nigeria & Sub-Sahara i juli

Fonden gick under månaden upp 0,9%, något sämre än jämförelseindex S&P Africa Frontier TR index som steg 1,1%. Den sämre avkastningen kan i princip förklaras av för stor kassa. Med tanke på den starka utvecklingen vi sett i våra huvudmarknader där Nigeria är upp 36% och Kenya upp 31% hittills i år har valde vi hålla en högre likviditet i fonden än normalt.

Diagram 15: Fonden vs S&P Africa Frontier TR Index



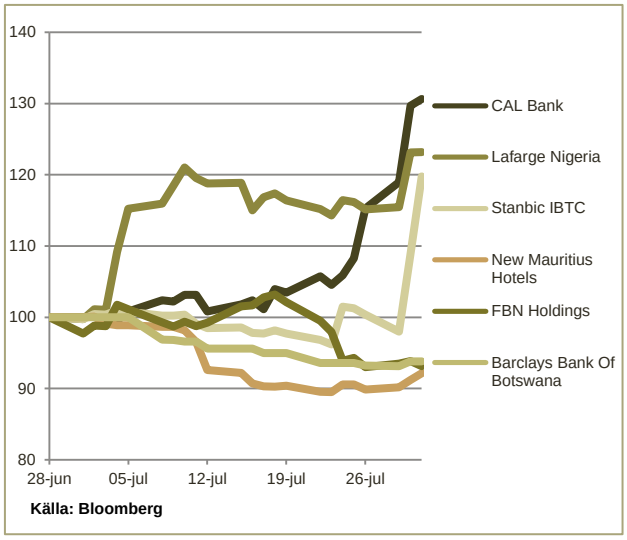
Månadsbrev juli 2013 – Tundra Nigeria & Sub-Sahara

Vi har dock i takt med att rapporterna redovisats och risken minskat valt att minska likviditeten, något vi har fortsatt med under inledningen av augusti.

Bland våra större innehav som rapporterat ökade vinsten för Nigerian Breweries med 7% och Nestlé Nigeria med 13%. Våra stora bankinnehav har inte rapporterat ännu, förutom UBA som rapporterade en vinstökning på 10%. Under månaden har vi framförallt ökat i befintliga bolag där vi sett omotiverade nedgångar i marknaden, eller i bolag som kommit med bra rapporter. Vi har även tagit in några nya innehav, bl.a. i en kenyansk stormarknadskedja Uchumi. Uchumi är Kenyas äldsta stormarknadskedja och startades i mitten av 70-talet. Bolaget har idag en stark position med 25 varuhus, varav 20 i Kenya (14 i Nairobi), 4 i Uganda och 1 i Tanzania. Uchumi gynnas av den pågående urbaniseringen då människor flyttar från landsbygden, där de varit självförsörjande, till städerna, tar anställning och konsumtionsmönstret förändras. En annan drivkraft är den generella inkomstökningen som oftast följer med denna flytt. Och även om konkurrensen ökar är Uchumi ett av de starkaste varumärken med en dominerande position.

Bästa innehav under månaden (SEK) CAL Bank (Ghana)(+31%), Lafarge Nigeria (+24%) och Stanbic IBTC (Nigeria)(+20%). Sämsta innehav under månaden var New Mauritius Hotels (-7%), FBN Holdings (Nigeria) (-6%) och Barclays Bank of Botswana (-6%).

Diagram 16: Bäst och sämst utveckling



Tabell 3: 10 största innehav Tundra Nigeria & Sub-Sahara

					P/E						
Bolag	**Land**	**Tundra vikt i portfölj**	**Börsvärde (USD m)**	**Kort beskrivning**	**FY2012A**	**FY2013E**	**FY2014E**	**Dir. avk. (2013)**	**förändr. 1 mån (SEK)**	**Noterings-valuta**	**Förändr. 1 mån (lok valuta)**
Guaranty Trust Bank	Nigeria	9,1%	4 750	Nigerias största bank, även verksamhet i tex Kenya, Tanzania och Uganda.	8,4	8,5	7,7	6,3%	2,6%	NGN	4,1%
Zenith Bank	Nigeria	7,8%	4 103	Nigerias näst största bank, även verksamhet i Ghana, Gambia och Sierra Leone.	6,7	7,0	6,2	7,8%	-1,7%	NGN	-0,3%
FBN Holdings	Nigeria	7,3%	3 483	Nigerias tredje största bank.	7,3	6,1	5,3	8,1%	-6,9%	NGN	-5,5%
Nigerian Breweries	Nigeria	6,7%	8 505	Nigerias största bryggeri, kontrollerat av Heinieken.	34,9	30,2	25,4	1,7%	8,7%	NGN	10,4%
Nestlé Nigeria	Nigeria	3,7%	4 928	Nestlés Nigerianska dotterbolag.	37,1	31,1	25,9	2,4%	1,6%	NGN	3,1%
Safaricom	Kenya	3,2%	3 345	Kenyas "Telia" och största mobiloperatör.	16,6	13,9	12,4	5,4%	6,5%	KES	11,5%
Access Bank	Nigeria	3,1%	1 608	Nigeriansk bank med verksamhet i Ghana, Gambia, Kongo, Rwanda, Elfenbenskusten m.fl..	5,9	6,6	5,1	7,4%	0,0%	NGN	1,5%
East African Breweries	Kenya	3,0%	3 125	Östra Afrikas ledande bryggeri.	27,7	31,6	26,1	2,0%	-3,9%	KES	0,6%
United Bank For Africa	Nigeria	3,0%	1 740	Verksamhet i 19 Afrikanska länder, ledande i 3 av dem.	5,1	5,1	4,6	7,9%	-4,9%	NGN	-3,5%
Mauritius Commercial Bank	Mauritius	2,7%	1 558	Mauritius ledande bank.	11,0	N/A	N/A	N/A	1,8%	MUR	3,8%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

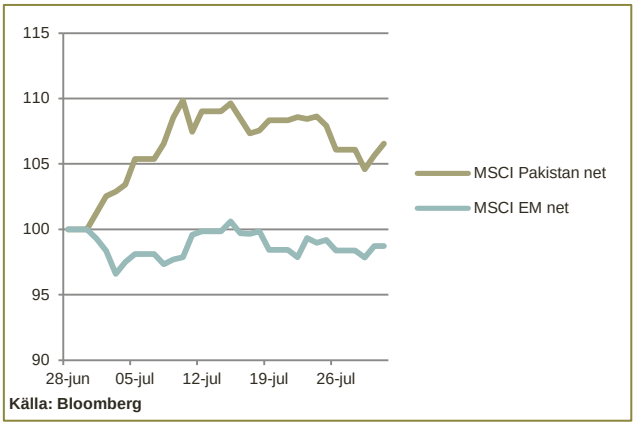
TUNDRA FONDER
Passion för tillväxtmarknader

Månadsbrev juli 2013 - Tundra Pakistanfond

Marknaden

MSCI Pakistan net (SEK) steg 6,6% under månaden, jämfört med MSCI EM net (SEK) som föll 1,3%. Rupeen försvagades 2% mot USD och närmare 4% mot SEK under månaden och dämpade en annars än starkare utveckling.

Diagram 17: Pakistan vs tillväxtmarknader och gränsmarknader (SEK)



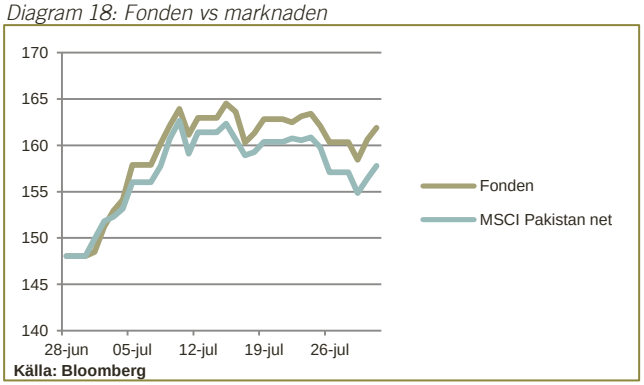
Karachibörsen inledde månaden starkt. Förhoppningar om, och sedermera bekräftelse av, att en överenskommelse nåtts med IMF den 5 juli drev marknaden högre under en period när övriga gränsmarknader utvecklades relativt svagt. Vi konstaterade en ny våg av köpintresse som förvisso koncentrerades till stora, likvida bolag, men i lägre utsträckning representerade i populära index, t ex National Bank, Habib Bank och Engro Corp.. Vi tolkar detta som att intresset för marknaden fördjupades ytterligare ett steg under månaden. Banksektorn utvecklades starkt efter överenskommelsen med IMF. Detta på förhoppningar om att IMF kommer kräva räntehöjningar från centralbanken. Som vi tidigare skrivit är kreditefterfrågan i Pakistan fortsatt begränsad. Bankernas huvudsakliga intjäning kommer därför från placeringar i statspapper. Således är ett högre ränteläge positivt för sektorn på kort sikt. Någonstans kring mitten av månaden toppade marknaden och en viss eftertanke kring överenskommelsen med IMF började smyga sig in. Vi ser det som ett klassiskt läge där i stora delar redan känd information lyfts fram utifrån ett mer kritiskt perspektiv (jämför ett halvfullt respektive ett halvtomt glas). Ett krav från IMF är bland annat avskaffade subventioner av el. Detta kommer i sig innebära kostnadsökningar för företagen samt ge en viss påverkan på inflationen. Ryktet gör därtill gällande att IMF (som väntat) kommer kräva en mer restriktiv penningpolitik (höjning av styrräntan) samt en mindre devalvering av rupeen (4-5% förväntar sig marknaden).

När de inledande kvartalsrapporterna från gödselbolagen (en av de 4-5 största sektorerna) inte lyckades höja humöret, trots väsentliga resultatförbättringar jämfört med det svaga 2012, tilltog således vinsthemtagningarna. Dessa accentuerades när ett av marknadens favoritbolag Engro Foods sedermera kom in med ett riktigt dåligt resultat för andra kvartalet den 30/7. Marknaden mätt som MSCI Pakistan har sedan den senaste toppen den 24/7 tappat omkring 6% i lokal valuta. Detta kan jämföras med rekylen i mitten av juni fram till månadsskiftet juni-juli då marknaden rekylerade närmare 13% under drygt två veckor. Såvida inte bolagsrapporterna under augusti kommer in väsentligt bättre än väntat alternativt Premiärminister Sharifs besök i Saudiarabien resulterar i nyheter om ett ekonomiskt stödpaket från Saudiarabien kan vi komma att få se ytterligare vinsthemtagningar. Givet marknadens kraftiga uppgång hittills under 2013 är vinsthemtagningar och perioder av konsolidering oundvikligt och ett sundhetstecken för marknaden. Vi ser dock att mycket av det som just nu tolkas negativt, framförallt bieffekterna av den nya energipolicyn, är helt nödvändiga för att få en välmående ekonomi och på sikt mycket positiva för aktiemarknadens utveckling. Efter den senaste tidens rekyl handlas marknaden 10% högre än fredagen innan valet i maj, ett val som till stora delar förändrade de ekonomiska förutsättningarna för de kommande 5 åren. Därtill har vi fått se en principöverenskommelse med IMF som, baserat på de åtgärder som just nu vidtas, med överväldigande sannolikhet kommer klubbas igenom i september. Marknaden handlas i nuläget till omkring P/E 9 med en direktavkastning på drygt 6%. Vi tror marknaden behöver ny och oväntad negativ information än det som just nu ligger på bordet för att vi ska få se en större nedgång.

Fonden

Fonden steg 9,3% under månaden, jämfört med MSCI Pakistan net (SEK) som steg 6,6%.

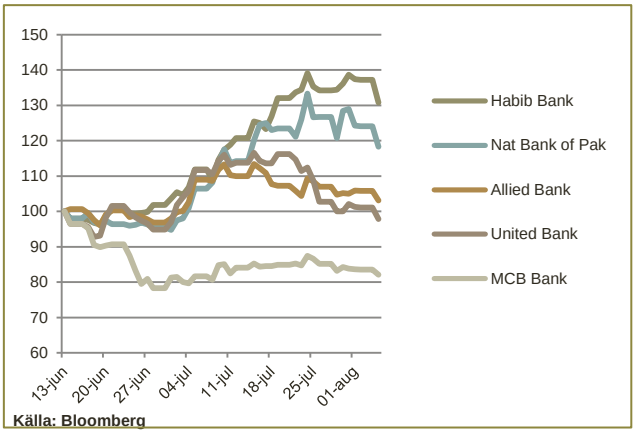
Diagram 18: Fonden vs marknaden



Månadsbrev juli 2013 - Tundra Pakistanfond

I månadsbrevet för maj skrev vi ett längre avsnitt om värderingen av den pakistanska banksektorn och vår syn på de inbördes värderingarna där vi ifrågasatte värderingen av MCB Bank. I juni månadsbrev beskrev vi hur delar av vårt scenario infriades när MCB Bank på drygt två veckor föll närmare 25%. Under juli fortsatte aktien underprestera relativt våra bankinnehav. Sedan publiceringen den 13 juni har vår bankkorg nu gått mellan 20-50% bättre än MCB Bank (se diagram nedan). Det relativa värderingsgap vi beskrev är nu i de flesta fall stängt och det gick mycket snabbt. Mot slutet av månaden återköpte vi t o m en del av vårt tidigare innehav i MCB på bekostnad i detta fallet av United Bank. Vi tror att den stora relativa rörelsen nu är över och att aktien härifrån blir mer beroende av banksektorns vidare utveckling.

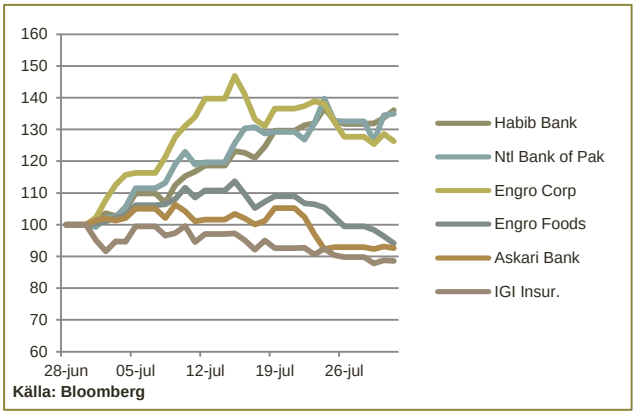
Diagram 19: Kursutveckling pakistanska banker 13/6 – 5/8 (SEK)



Inga övriga större övriga portföljförändringar genomfördes under månaden. Av fondens större innehav levererade **Engro Foods** ett kvartalsresultat sämre än väntat. Försäljningen för andra kvartalet sjönk oväntat med 8% till följd av vad bolaget anger till prispress och tillfälliga distributionsproblem. Marknadsandelarna anges som oförändrade (51%). Vidare senarelägger bolaget produktionsstart för sin nya mjölkpulverfabrik till fjärde kvartalet (tidigare tredje). Resultatet har föranlett nedrevideringar av mäklarhusens prognoser. Aktien har per 5/8 fallit närmare 24% från toppen i mitten av juli. Givet bolagets dominerande position inom förpackad mjölk och vårt förtroende för ledningen tror vi bolaget är tillbaka på tvåsiffrig tillväxt igen inom ett par kvartal. Problemens natur föranleder oss dock att tro att vi kan få se ytterligare ett par svaga kvartal dessförinnan. Givet aktiens värdering (P/E 30 för 2013) finns det på kort sikt ytterligare fallhöjd innan det är dags att plocka upp.

Bästa innehav under månaden var Habib Bank, National Bank of Pakistan och Engro Corp.. Sämst utveckling uppvisade IGI Insurance, Askari Bank och Engro Foods.

Diagram 20: Bäst och sämst (SEK)



Viktigt steg i ny energipolicy

Något i skymundan, i alla fall för västerländska investerare, har en viktig pusselbit i Pakistans energipolicy adderats.

Med start 1 augusti (vissa först i oktober) höjs elpriserna för företag med i intervallet 50-70% och för konsumenter över en viss minimikonsumtion i intervallet 30-40%. Huvuddelen av dagens subventioner betalas till privatkonsumenter. Olika siffror cirkulerar men en frekvent angiven siffra för det genomsnittliga priset per kilowattimme som idag betalas är PKR 9 (60 öre) medan den faktiska kostnaden att producera och leverera är närmare PKR 15 (1 kr). Höjningen eliminerar därmed i princip subventionerna till företagssektorn. Detta kan låta som en kostnadschock men ger i praktiken mindre effekter än vad det vid första anblick ser ut som. Elbristen i Pakistan med kontinuerliga strömavbrott innebär att företagen sedan tidigare tvingats lösa problemet på egen hand. Huvuddelen av all el som företagssektorn konsumerar genereras idag genom egna mindre kraftverk där bränslet vanligtvis är antingen diesel eller restavfall (t ex jordbruksavfall). En kraftförsörjning helt till marknadspris och ofta ett högt sådant. Av resterande uppskattningsvis 30-40% genereras en del i form av egen kraftkapacitet där man dock erhåller gas till subventionerade priser (s k captive power plants). Det är endast en mindre del (inga siffror tillgängliga men sannolikt något högre än andelen från captive power plants) som köps direkt genom det statligt kontrollerade elnätet och således påverkas av elprishöjningen. Vissa industrier, t.ex. textil och cement, har haft förhållandevis god tillgång till det statliga

elnätet p.g.a. att de legat nära större kraftverk och påverkas relativt mer av prishöjningen. Många större bolag, t.ex. landets största mejeriproducent Engro Foods, förlitar sig å andra sidan nästan fullständigt på egna dieselgeneratorer. Detta p.g.a. att man ej har kunnat ta risken att drabbas av strömavbrott. Oavsett hur olika företag och branscher påverkas ser vi steget till marknadsprissättning på el som helt nödvändigt för att kunna generera nya investeringar till kraftsektorn och i slutändan skapa en effektiv elmarknad. Denna del av energipolicyn kombineras därutöver med stimulativa åtgärder för att förmå elproducenter att byta från gas till kol som bränslekälla (kol kostar i nuläget mindre än hälften av priset för gas som bränslekälla).

Därtill kan vi lägga till elimineringen av de s.k. kedjeskulderna (Circular debt) som genomfördes relativt direkt efter valet och innebär att de leverantörsskulder som i slutändan staten var skyldig framförallt energibolagen nu konverterats till räntebärande papper som kan omsättas. Roten till det onda är och förblir dock att prisnivåerna ej varit marknadsanpassade vilket inneburit avsaknad av incitament för investerare att bygga ny kraftkapacitet. Förutsatt att den nya prispolicyn inte stoppas eller fördröjs ser vi det som ett oerhört viktigt steg för Pakistans fortsatta ekonomiska utveckling. Det är också ett steg som krävts av IMF för att godkänna det nya lånet på USD 5,3 mdr (där det de senaste dagarna går rykten om att faciliteten kommer utökas till någonstans mellan USD 6,5-7 mdr).

Tabell 4: 10 största innehav Tundra Pakistanfond

				P/E					
Bolag	**Tundra vikt i portfölj**	**Börsvärde (USD m)**	**Kort beskrivning**	**FY2012**	**FY2013E**	**Dir. avk. (senast)**	**förändr. 1 mån (SEK)**	**Noterings valuta**	**Förändr. 1 mån (lokal valuta)**
National Bank of Pak.	8,5%	1220	Pakistans näst största bank, fortfarande statligt majoritetsägd, likvid aktie, hög direktavkastning	7,4	8,0	10,9%	35,1%	PKR	41,8%
Pakistan Petroleum	6,4%	3988	Pakistans näst största olje- och gasbolag	9,5	8,9	2,0%	11,1%	PKR	16,7%
OGDC	6,2%	10402	Pakistans största olje- och gasbolag	11,3	10,0	3,4%	2,4%	PKR	7,5%
Engro Corp.	6,1%	813	Ledande pakistanskt konglomerat. Stora inom bl. a livsmedelsindustri och gödseltillverkning.	39,5	11,5	0,0%	26,4%	PKR	32,6%
Pakistan Telecom	5,7%	1050	Pakistans "Telia". Äger även mobilteleoperatören Ufone med 24 miljoner abonnenter.	30,1	9,0	3,6%	21,5%	PKR	27,5%
Packages	4,0%	202	Ledande tillverkare av förpackningar till livsmedelsindustrin, även samriskbolag med Stora Enso inom papperstillverkning	neg.	12,0	1,9%	4,0%	PKR	9,2%
Pakistan Oilfields	4,0%	1211	Pakistans tredje största olje- och gasbolag	10,1	9,8	10,6%	-0,2%	PKR	4,7%
Habib Bank	3,7%	2235	Pakistans största bank	10,0	10,3	4,3%	36,2%	PKR	42,9%
Lucky Cement	3,3%	769	Pakistans största cementbolag	11,5	8,3	2,5%	9,9%	PKR	15,4%
Engro Foods	3,2%	1049	Pakistans ledande mjölkproducent, 50% marknadsandel inom förpackad mjölk	45,6	32,0	0,0%	-5,8%	PKR	-1,1%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

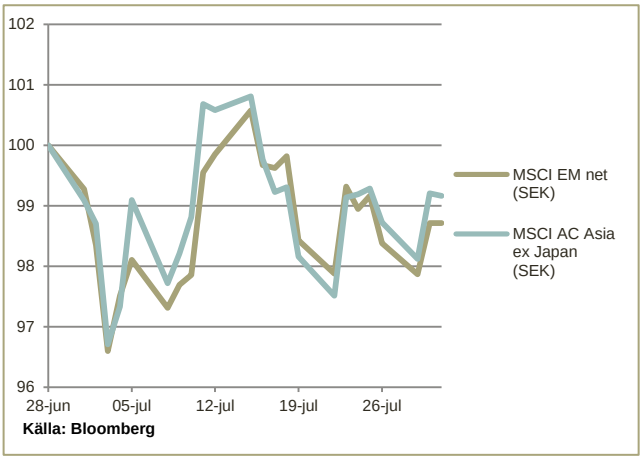
TUNDRA FONDER
Passion för tillväxtmarknader

Månadsbrev juli 2013 - Tundra QuAsia

Asiatiska marknaderna i juli

De asiatiska aktiemarknaderna steg under juli räknat i lokala valutor. En SEK-appreciering resulterade dock i att avkastningen i SEK räknat slutade månaden på minus. MSCI AC Asia ex Japan net, fondens jämförelseindex, föll 0,4% under månaden.

Diagram 21: MSCI Asia AC ex Japan vs tillväxtmarknader (SEK)



Riskaptiteten har globalt varit hög sedan junis andra halva och Asien har inte varit något undantag. Föga förvånande utvecklades aktiemarknaderna i cykliska och exportorienterade norra Asien (Hong Kong/Kina, Sydkorea och Taiwan) bättre än Sydostasien. Värt att notera är att kinesiska A-aktier, vars tillgänglighet är begränsat för utländska investerare och således i hög utsträckning reflekterar inhemska investerares sentiment, tillhörde de sämre marknaderna under juli och inte reflekterade denna optimism. Den tidigare under året relativt starka efterfrågan i Asien på defensiva och strukturellt starka marknader och bolag med upplevt säkra kassaflöden saknades under juli. Första halvårets bästa marknad i Asien, Indonesien, blev således julis sämsta marknad. Utöver den globala spekulationen om att FED trots allt inte kommer trappa ned sina obligationsköp inom en nära förestående framtid kombinerat med att MSCI AC Asia net fallit 14% i USD räknat under en och en halv månad, späddes optimismen på av PBOC:s likviditetsinjektion i det kinesiska banksystemet under junis andra halva.

Dessutom tillkännagav den kinesiska regeringen en rad fiskala och administrativa åtgärder för att stödja landets ekonomi, exempelvis förslag om att reducera kapaciteten inom bl.a. stål- och cementsektorerna, momsbefrielse, reduktion av bolagsskatten för småföretagare samt stöd till Kinas exportsektor genom bl.a. reduktion av administrativa kostnader förknippade med export. Man annonserade också ett mindre reformprogram för Kinas järnvägssektor. Stigande riskaptit visade sig också i fallande priser på försäkring mot konkurs (mätt som credit default swaps) liksom fallande volatilitet på asiatiska aktiemarknader.

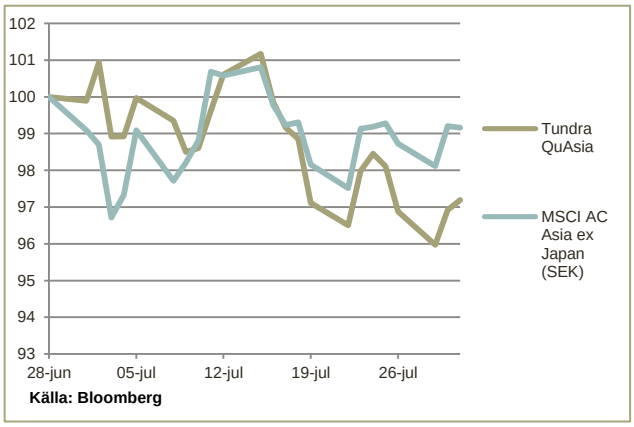
Volatiliteten noteras efter julis fall i paritet med det långsiktiga genomsnittet. Typiskt för hög riskaptit var dock att småbolag utvecklades sämre än stora bolag under juli (1,2 procentenheters skillnad mellan MSCI AC Asia x Japan Small Cap och MSCI AC Asia x Japan).

Diagram 22: Asiatiska småbolag vs marknaden

Tundra QuAsia i juli

Tundra QuAsia föll 2,8% i juli. Fonden utvecklades därmed 2,4 procentenheter sämre än sitt jämförelse-index. Den i särklass viktigaste förklaringen till att fondens underprestation är den stora övervikten i småbolag. Historiskt har övervikt i stora småbolag varit en lönsam allokering under perioder med stigande riskaptit. Juli 2013 blev dock ett undantag. Vi kan konstatera att värderingsskillnaden mellan småbolag och stora bolag i juli månads inledning låg avsevärt över sitt historiska genomsnitt mätt som P/B (1,6 standardavvikelser) och att förväntningarna därmed var högt ställda. En andra, om än inte lika signifikant förklaring, är att fonden varit alltför defensivt positionerad i sitt aktieval.

Diagram 23: Fonden vs MSCI AC Asia ex Japan (SEK)



TUNDRA FONDER
Passion för tillväxtmarknader

Månadsbrev juli 2013 - Tundra QuAsia

Vid augusti månads ingång är det mest sannolika utfallet att de asiatiska marknaderna under kommande månad åter igen börjar premiera defensiva bolag med hög lönsamhet och låg skuldsättning. Sydostasien och Hong Kong / Kina är att föredra framför Sydkorea och Taiwan. Oddsen talar fortfarande emot lågt värderade bolag. Förutsättningarna för småbolag är fortsatt ogynnsamma, vilket präglar den senaste tidens portfölj-förändringar där fonden minskat sin vikt mot småbolag.

Tabell 5: 10 största innehav Tundra QuAsia

Bolag	Land	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	FY2012A	FY2013E	FY2014E	Dir. avk. (2013)	förändr. 1 mån (SEK)	Noteringsvaluta	förändr. 1 mån (lokal valuta)
Blumont Group	Singapore	1,9%	1 893	Singaporebaserat konglomerat.	176,8	N/A	N/A	N/A	13,2%	SGD	16,9%
Haier Electronics Group	Hong Kong	1,8%	4 748	Vitvarutillverkare.	16,2	13,7	11,5	1,1%	10,1%	HKD	13,1%
Kingsoft Corp.	Hong Kong	1,8%	2 264	It-bolag, utvecklar dataspel mm.	31,1	23,6	19,4	1,1%	1,4%	HKD	4,2%
Netdragon Websoft	Hong Kong	1,7%	1 200	It-bolag, utvecklar online-dataspel.	195,0	15,7	12,9	2,4%	-9,5%	HKD	-7,0%
Samsung SDI	Sydkorea	1,7%	6 730	Producerar LCD-skärmar för mobiltelefoner.	2,8	15,0	11,2	0,9%	18,0%	KRW	19,4%
Kenda Rubber Industrial	Taiwan	1,6%	1 853	Däcktillverkare.	20,8	16,7	N/A	2,5%	13,6%	TWD	17,1%
Biostime International	Hong Kong	1,6%	3 366	Tillverkar babyprodukter.	27,6	22,3	18,5	2,7%	-16,2%	HKD	-13,9%
Ottogi Corporation	Sydkorea	1,6%	1 178	Tillverkar kryddor och matsåser.	20,8	N/A	N/A	0,8%	9,2%	KRW	10,5%
Shenzhen Intl.	Hong Kong	1,6%	2 192	Motorvägsoperatör.	9,0	9,6	8,3	3,6%	1,4%	HKD	4,2%
Eclat Textile Company	Taiwan	1,6%	1 909	Tyg- och garntillverkare.	29,4	22,7	17,7	2,8%	1,2%	TWD	4,3%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

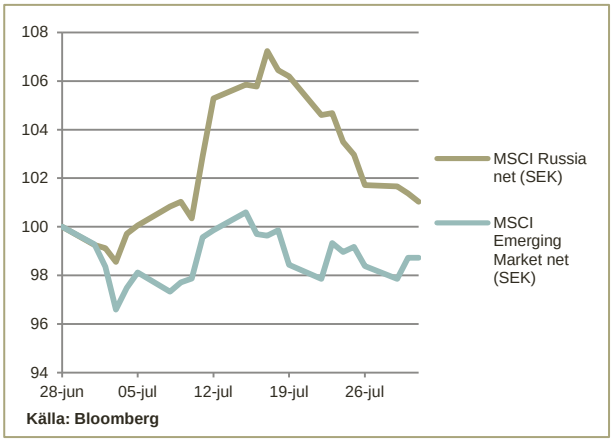
TUNDRA FONDER
Passion för tillväxtmarknader

Månadsbrev juli 2013 - Tundra Rysslandsfond

Ryska marknaden i juli

Den ryska marknaden, mätt som MSCI Russia Net, steg 1,0% (SEK) i juli, jämfört med övriga tillväxtmarknader (MSCI Emerging Markets Net) som föll 1,3%. USD föll 2,3% mot SEK under juli.

Diagram 24: Ryssland vs tillväxtmarknader (SEK)



Den ryska aktiemarknaden har utvecklats bra de senaste månaderna relativt de övriga stora tillväxtmarknaderna som t.ex. Indien, men framförallt jämfört med Brasilien. Sedan 22 april, när den ryska marknaden hade den relativt sämsta utvecklingen, har MSCI Russia utvecklats 7,5 procentenheter bättre än tillväxtmarknadsindex, MSCI Emerging Markets. Förklaringarna är flera:

- Utflödena ur ryska aktiefonder har varit rekordstora tidigare i år vilket pressat marknaden. Dessa utflöden har nu blivit väsentligt lägre eller till och med vänt till små inflöden.
- Samtidigt har oljepriset varit relativt starkt och steg ytterligare 3% i SEK under juli. Sedan lägsta noteringen för olja den 16 april har priset för Brent-olja stigit 14% i SEK. Intressant är att det amerikanska oljepriset har stigit ännu mer i år. Under hela 2012 var oljepriset i USA väsentligt lägre än prisnivån för Brent-oljan. Under 2013 har råoljepriset på amerikanska fastlandet stigit hela 16% medan priset på Brent fallit 2% under samma period, båda i SEK.

Vidare förklaring till uppgången i Ryssland är att den absoluta värderingen av den ryska marknaden är låg med den högsta direktavkastning (över 4%) Ryssland uppvisat historiskt. Det har antagligen lockat några fyndköpare när oljepriset är starkt, även om nyhetsflödet från Ryssland fortfarande mestadels är negativt.

I slutet av juli dömdes bloggaren och oppositionspolitikern Alexei Navalnyi till 5 års fängelse för bedrägeri. Många i Ryssland tror att hela rättegången mot honom är politiskt motiverad. Han kommer att överklaga till en högre instans och är satt på fri fot tills vidare.

Två aktier dominerade omsättningen och nyhetsflödet under månaden, Gazprom och Uralkali. Gazprom var en av månadens vinnare tack vare stigande spotpriser på gas i Västeuropa och ökad gasexport till Västeuropa i storleksordningen 20% jämfört med ett år tidigare. Gazprom har även annonserat att de kommer att köpa drygt 1% av sina egna aktier under andra halvåret för att ge ut optioner till ledande personer i bolaget.

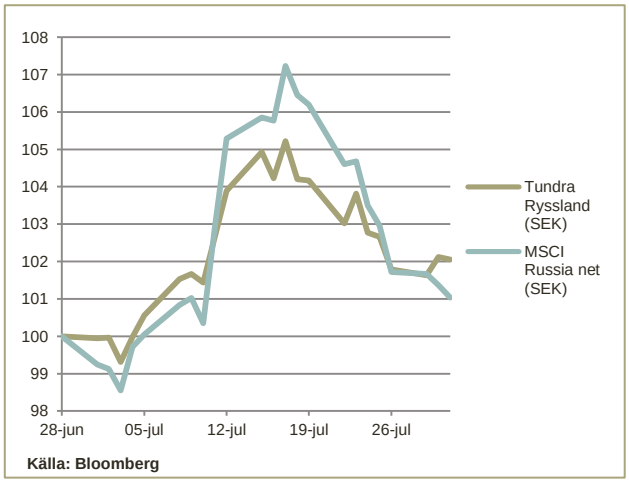
Uralkali dominerade nyhetsflödet då det var en av månadens förlorare med -36%. Detta för att det verkar som den försäljningskartell som tidigare funnits för kalium, (Uralkalis enda produkt) kan vara upplöst. (vi skriver mer om Uralkali och bakgrunden till kursfallet under månadstexten till Tundra Agri & Food).

Rysslandsfonden i juli

Fonden steg 2,0% under juli medan marknaden mätt som MSCI Russia net steg 1,0% (SEK).

Bästa sektorbidrag för juli månad kom från Bank och Finans via Bank of St Petersburg och de båda byggföretagen Etalon och LSR inriktade på lägenhetsbyggande. Det största negativa bidraget kommer från Energi, och förklaras framförallt av den strukturella undervikten i Gazprom (som steg 15% i SEK) med en vikt på 22% i index, medan en värdepappersfond aldrig får äga mer än 10% i ett enskilt bolag. Fonden var underviktad Uralkali under hela juli och vi sålde våra sista aktier innan det största kursfallet kom under de sista dagarna i juli.

Diagram 25: Fonden vs MSCI Russia net (SEK)

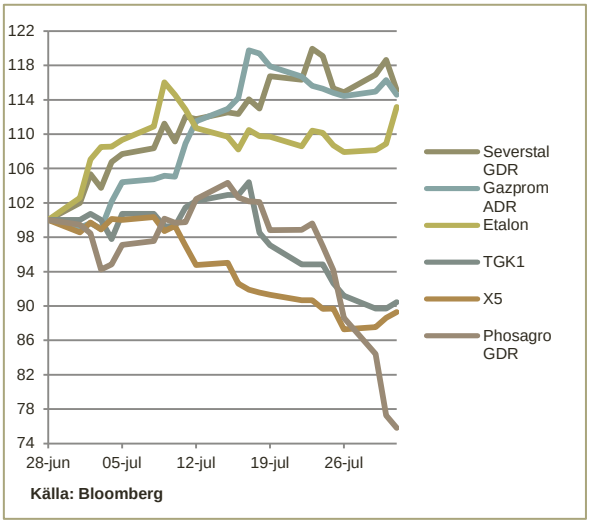


TUNDRA FONDER
Passion för tillväxtmarknader

Månadsbrev juli 2013 - Tundra Rysslandsfond

Bäst utveckling (SEK) under månaden i fonden uppvisade Severstal (+15%), Gazprom (+15%) och Etalon (+13%). Sämst utveckling uppvisade Phosagro (-24%), X5 (-11%) och TGK1 (-10%). USD föll 2% mot SEK under juli.

Diagram 26: Bäst och sämst (SEK)



Tabell 6: 10 största innehav Tundra Rysslandsfond

Bolag	Tundra vikt i portfölj	Börsvärde (USD m)	Kort beskrivning	FY2012A	FY2013E	FY2014E	Dir. avk. (2013)	förändr. 1 mån (SEK)	Notering svaluta	Förändr. 1 mån (lok valuta)
Sberbank pref.	9,4%	61 462	Rysslands största bank, 50% marknadsandel av all privat inlåning	6,1	4,7	4,3	5,3%	3,3%	RUB	6,7%
Surgut pref.	9,2%	33 865	Ett av Rysslands största oljebolag med nettokassa på över USD 10mdr	5,3	3,4	5,1	5,5%	2,1%	RUB	5,4%
Gazprom ADR	9,1%	91 735	Världens största gasbolag	2,5	2,8	3,0	6,7%	14,6%	USD	17,8%
Lukoil ADR	8,8%	50 183	Rysslands största privat ägda oljebolag	4,6	4,2	4,2	5,9%	0,0%	USD	2,8%
MTS lokala	4,6%	17 146	Rysslands största mobiloperatör	18,3	7,7	7,9	8,9%	2,3%	RUB	5,7%
Magnit lokala	4,6%	22 992	Rysslands största livsmedelsdetaljist	24,8	23,7	19,3	1,4%	3,4%	RUB	6,8%
Globaltrans	4,4%	2 497	En av Rysslands största operatörer av tågvagnar	9,0	9,4	8,5	4,5%	-1,1%	USD	1,7%
Novatek lokala	4,1%	32 792	Rysslands största privata gasföretag	15,4	12,1	10,4	2,9%	-1,0%	RUB	2,2%
IBS	4,1%	565	Rysslands största IT företag	15,6	8,8	7,2	5,0%	-0,7%	EUR	0,0%
Rosneft GDR	4,0%	75 035	Världens största oljebolag (produktion)	6,1	6,4	6,3	4,0%	0,6%	USD	3,4%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

TUNDRA FONDER

Passion för tillväxtmarknader

Appendix I – Utveckling aktiemarknader

	Avkastning i lokal valuta				Avkastning i SEK			
	Juli 2013	3 månader	Hittills i år	12 månader	Juli 2013	3 månader	Hittills i år	12 månader
Tillväxtmarknader								
MSCI Emerging Markets TR (net)	1,0%	-7,8%	-8,6%	2,0%	-1,3%	-6,4%	-7,3%	-1,2%
Brasilien	1,6%	-13,7%	-20,9%	-14,0%	-2,7%	-23,0%	-27,7%	-24,7%
Chile	-7,4%	-13,0%	-13,2%	-11,7%	-10,4%	-19,0%	-17,9%	-19,6%
Colombia	5,0%	0,6%	-8,5%	-2,2%	4,1%	-1,7%	-13,5%	-10,4%
Egypten	13,7%	2,5%	-2,5%	9,5%	11,3%	3,1%	-10,1%	-7,9%
Filippinerna	2,7%	-6,1%	14,2%	25,1%	-0,4%	-9,6%	9,3%	16,5%
Indien	-0,3%	-0,8%	-0,4%	12,2%	-4,1%	-10,2%	-8,0%	0,3%
Indonesien	-4,3%	-8,4%	6,8%	11,3%	-8,8%	-11,8%	3,4%	-0,5%
Kina (A-aktier)	-0,3%	-10,4%	-13,1%	-6,0%	-2,5%	-8,5%	-10,4%	-5,5%
Kina (H-aktier)	3,7%	-11,5%	-15,5%	-0,2%	1,4%	-10,1%	-14,4%	-3,3%
Malaysia	-0,1%	3,2%	5,0%	8,6%	-4,9%	-1,7%	0,3%	1,6%
Marocko	-2,5%	-6,5%	-8,5%	-13,4%	-3,0%	-4,4%	-6,6%	-10,7%
Mexiko	0,5%	-3,4%	-6,6%	0,3%	-0,2%	-6,5%	-4,4%	1,8%
Peru	-2,8%	-12,9%	-26,7%	-23,0%	-5,4%	-16,4%	-32,2%	-29,9%
Polen	4,9%	6,3%	-1,1%	16,8%	6,6%	6,7%	-3,0%	18,5%
Ryssland	3,4%	-0,7%	-6,7%	-2,2%	0,5%	-5,1%	-12,5%	-7,6%
Sydafrika	4,3%	6,6%	5,2%	19,4%	2,0%	-1,7%	-8,5%	-3,3%
Sydkorea	2,7%	-2,5%	-4,2%	1,7%	2,0%	-3,0%	-7,9%	-0,8%
Taiwan	0,6%	0,2%	5,3%	11,5%	-1,8%	0,2%	3,4%	8,0%
Thailand	-2,0%	-10,9%	2,2%	18,7%	-4,8%	-15,3%	1,5%	16,0%
Tjeckien	4,7%	-5,0%	-11,5%	3,2%	4,9%	-3,1%	-12,5%	5,5%
Turkiet	-3,8%	-14,7%	-6,2%	14,2%	-6,3%	-19,8%	-12,3%	2,7%
Ungern	-2,5%	1,5%	2,1%	6,6%	-3,9%	4,1%	1,6%	5,1%
Latinamerika	-1,0%	-16,1%	-15,7%	-9,1%	-3,3%	-14,9%	-14,5%	-11,9%
Asien	1,8%	-5,2%	-4,0%	8,0%	-0,5%	-3,8%	-2,7%	4,7%
EMEA	2,8%	-5,4%	-11,1%	-0,4%	0,4%	-4,0%	-9,8%	-3,5%
Gränsmarknader								
MSCI Frontier Markets TR (net)	5,2%	4,3%	16,9%	28,0%	2,8%	5,9%	18,5%	24,0%
Argentina	12,8%	-12,7%	17,6%	39,9%	7,8%	-16,5%	6,5%	12,9%
Bangladesh	-1,9%	20,0%	2,9%	4,4%	-4,1%	22,1%	7,1%	6,3%
Bosnien & Herz.	-0,7%	-2,2%	-0,7%	10,0%	-0,8%	0,3%	1,5%	15,2%
Bulgarien	4,1%	15,5%	33,7%	47,3%	4,0%	18,4%	36,7%	54,4%
Ecuador	0,6%	-0,5%	4,2%	4,4%	-1,7%	1,0%	5,6%	1,1%
Estland	3,3%	1,2%	14,4%	29,5%	3,2%	3,7%	16,9%	35,7%
Förenade Arabem.	16,5%	21,2%	59,5%	67,8%	13,8%	23,1%	61,8%	62,6%
Kazakhstan	3,4%	-3,9%	-6,8%	-5,9%	-0,2%	-3,9%	-7,4%	-10,9%
Kenya	4,1%	0,5%	15,8%	24,9%	0,0%	-2,2%	15,7%	16,8%
Kroatien	2,4%	-5,1%	6,2%	8,9%	1,5%	-1,8%	9,4%	13,8%
Kuwait	2,0%	8,6%	36,0%	41,1%	-0,2%	10,2%	36,2%	35,3%
Lettland	8,7%	16,1%	19,4%	23,4%	8,3%	18,6%	21,2%	28,1%
Litauen	1,8%	3,9%	15,9%	18,6%	1,7%	6,5%	18,5%	24,2%
Mongoliet	0,4%	3,0%	-18,1%	-28,2%	-5,4%	0,0%	-23,1%	-37,5%
Nigeria	4,8%	13,4%	35,0%	64,4%	3,7%	13,3%	33,1%	59,4%
Pakistan	9,1%	19,2%	29,7%	41,4%	6,6%	21,1%	31,5%	37,0%
Qatar	4,4%	11,8%	16,1%	17,0%	2,0%	13,5%	17,7%	13,3%
Rumänien	2,7%	1,2%	4,9%	15,1%	3,7%	1,7%	8,0%	25,2%
Serbien	4,2%	-10,6%	-4,5%	14,9%	3,9%	-10,9%	-3,7%	24,2%
Slovakien	2,2%	6,9%	3,0%	2,3%	2,1%	9,7%	5,3%	7,2%
Slovenien	2,9%	-0,3%	-0,2%	23,2%	2,8%	2,3%	2,0%	29,0%
Sri Lanka	-1,4%	1,4%	7,0%	22,1%	-4,5%	-0,9%	5,1%	18,4%
Ukraina	2,4%	8,3%	-3,5%	-19,2%	0,4%	9,5%	-3,1%	-22,0%
Vietnam	2,2%	3,7%	18,9%	18,7%	0,0%	4,0%	18,6%	13,3%
Utvecklade marknader								
MSCI World TR (net)	5,3%	2,7%	14,1%	23,2%	2,8%	4,3%	15,7%	19,4%
Hong Kong	5,2%	-3,8%	-3,4%	10,5%	2,8%	-2,2%	-2,1%	7,1%
Nasdaq	6,6%	8,9%	20,1%	23,4%	4,1%	10,6%	21,8%	19,5%
Nikkei 225	-0,1%	-1,4%	31,5%	57,2%	-1,1%	-0,3%	18,2%	21,6%
OMX Stockholm 30	7,2%	2,9%	11,7%	15,5%	7,2%	2,9%	11,7%	15,5%
S&P 500	4,9%	5,5%	18,2%	22,2%	2,5%	7,1%	19,9%	18,4%
Singapore	2,3%	-4,3%	1,7%	6,1%	-0,3%	-5,9%	-0,8%	0,7%
STOXX Europe 600	5,1%	1,0%	7,1%	14,6%	5,0%	3,5%	9,5%	20,1%
Sektorer (tillväxtmarknader)								
Bank och finans	-0,2%	-12,4%	-10,2%	2,4%	-2,5%	-11,1%	-9,0%	-0,7%
Verkstad	1,8%	-6,1%	-9,4%	-1,5%	-0,6%	-4,6%	-8,1%	-4,6%
Dagligvaror	-0,8%	-8,0%	-3,7%	8,7%	-3,1%	-6,6%	-2,4%	5,3%
Energi	3,3%	-9,9%	-16,4%	-9,0%	0,9%	-8,5%	-15,2%	-11,9%
IT	-0,2%	-5,7%	-3,4%	11,2%	-2,5%	-4,3%	-2,1%	7,8%
Kraft	0,0%	-13,2%	-10,4%	-11,1%	-2,3%	-11,9%	-9,2%	-13,9%
Läkemedel	3,2%	-1,4%	4,7%	18,0%	0,8%	0,1%	6,2%	14,3%
Basindustri	1,0%	-14,3%	-25,6%	-17,5%	-1,3%	-13,0%	-24,6%	-20,1%
Sällanköpsvaror	2,8%	-0,9%	-3,5%	6,8%	0,4%	0,6%	-2,2%	3,5%
Telekom	0,9%	-2,9%	-5,6%	-4,4%	-1,4%	-1,4%	-4,3%	-7,4%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

TUNDRA FONDER
Passion för tillväxtmarknader

Appendix II – Utveckling råvaror

	Utveckling i USD			
	Juli 2013	**3 månader**	**Hittills i år**	**12 månader**
Soft commodities				
Kaffe	-1,2%	-12,1%	-17,5%	-32,0%
Kakao	4,7%	-3,0%	2,8%	-3,3%
Majs	-6,3%	-14,0%	-20,1%	-24,9%
Palmolja	-4,1%	-4,6%	-7,2%	-25,6%
Ris	0,5%	6,5%	6,5%	1,3%
Soja	-3,7%	-1,4%	-7,4%	-6,0%
Vete	1,0%	-10,3%	-17,7%	-19,8%
Energi				
Kol (coking coal, Kina)	-0,7%	-0,4%	0,3%	0,3%
Kol (steam coal, Australien)	-0,8%	-10,1%	-14,9%	-7,4%
Kol (steam coal, Kina)	-2,7%	-4,4%	-5,8%	-7,9%
Naturgas (Henry Hub)	-3,1%	-20,0%	0,7%	7,5%
Olja (Arabian Light)	4,3%	4,1%	-4,7%	3,4%
Olja (Brent)	7,0%	6,9%	-3,1%	2,6%
Olja (WTI)	8,8%	12,4%	14,4%	19,3%
Gödsel				
Ammonia	-16,8%	-19,9%	-31,4%	-31,9%
Fosfat	0,0%	-27,3%	-36,8%	-36,8%
Potash	-7,7%	-8,7%	-12,5%	-17,6%
Sulfur	-38,7%	-36,7%	-40,6%	-44,1%
Urea	-0,3%	-6,7%	-15,3%	-18,9%
Metaller				
Aluminium	1,7%	-3,5%	-13,0%	-4,5%
Guld	7,3%	-10,3%	-20,9%	-17,9%
Järnmalm	11,9%	-4,3%	-9,0%	11,9%
Koppar	1,9%	-2,5%	-13,3%	-9,0%
Nickel	1,2%	-9,8%	-18,7%	-12,5%
Paladium	10,6%	4,3%	3,5%	23,7%
Platinum	7,3%	-4,5%	-6,5%	1,7%
Silver	0,9%	-18,4%	-34,6%	-29,1%
Stål	4,3%	-2,4%	-3,9%	-4,4%
Zinc	-0,5%	-1,3%	-11,4%	0,1%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder

TUNDRA FONDER
Passion för tillväxtmarknader

Appendix III – Utveckling valutor

	Lokal valuta per 1 SEK							
	2013-07-31	2013-04-30	2012-12-31	2012-07-31	Maj 2013	3 månader	Hittills i år	12 månader
Argentina (peso)	1,1967	1,2510	1,3219	1,4830	-4,4%	-4,3%	-9,5%	-19,3%
Bangladesh (taka)	0,0847	0,0833	0,0815	0,0832	-2,3%	1,8%	4,0%	1,8%
Bosnien Hercegovina (mark)	4,4817	4,3698	4,3850	4,2776	-0,1%	2,6%	2,2%	4,8%
Brasilien (real)	2,8941	3,2427	3,1671	3,3058	-4,2%	-10,8%	-8,6%	-12,5%
Bulgarien (lev)	4,4811	4,3692	4,3853	4,2776	-0,1%	2,6%	2,2%	4,8%
Chile (peso) X100	0,0128	0,0138	0,0136	0,0141	-3,3%	-6,9%	-5,4%	-9,0%
Colombia (peso) x100	0,0035	0,0036	0,0037	0,0038	-0,8%	-2,2%	-5,4%	-8,3%
Egyptien (pund)	0,9411	0,9355	1,0210	1,1189	-2,1%	0,6%	-7,8%	-15,9%
Euro	8,6667	8,5398	8,5802	8,3656	-0,6%	1,5%	1,0%	3,6%
Filippinerna (peso)	0,1516	0,1576	0,1585	0,1628	-3,0%	-3,8%	-4,3%	-6,9%
Förenade Arabem. (dirham)	1,7938	1,7668	1,7690	1,8512	-2,3%	1,5%	1,4%	-3,1%
Hong Kong (dollar)	0,8495	0,8363	0,8384	0,8769	-2,3%	1,6%	1,3%	-3,1%
Indien (rupee)	0,1091	0,1206	0,1182	0,1222	-3,9%	-9,5%	-7,6%	-10,7%
Indonesien (rupia) X100	0,0006	0,0007	0,0007	0,0007	-4,7%	-3,7%	-3,2%	-10,6%
Japan (yen) X100	0,0673	0,0666	0,0749	0,0870	-1,0%	1,1%	-10,1%	-22,7%
Kazakstan (tenge)	0,0429	0,0429	0,0432	0,0453	-3,4%	0,0%	-0,7%	-5,4%
Kenya (shilling)	0,0754	0,0774	0,0755	0,0807	-4,0%	-2,7%	-0,1%	-6,5%
Kina (renminbi)	1,0750	1,0525	1,0429	1,0688	-2,2%	2,1%	3,1%	0,6%
Kroatien (kuna)	1,1674	1,1274	1,1331	1,1168	-0,9%	3,5%	3,0%	4,5%
Kuwait (dinar)	23,1423	22,8041	23,1070	24,1223	-2,1%	1,5%	0,2%	-4,1%
Lettland (lati)	12,4690	12,2077	12,2830	12,0113	-0,3%	2,1%	1,5%	3,8%
Malaysia (ringgit)	2,0310	2,1331	2,1248	2,1720	-4,8%	-4,8%	-4,4%	-6,5%
Marocko (dirham)	0,7840	0,7665	0,7677	0,7598	-0,5%	2,3%	2,1%	3,2%
Mexiko (peso)	0,5175	0,5348	0,5055	0,5101	-0,8%	-3,2%	2,4%	1,4%
Mongoliet (togrog)	0,0044	0,0045	0,0047	0,0050	-5,7%	-2,9%	-6,0%	-13,0%
Nigeria (naira)	0,0410	0,0411	0,0416	0,0423	-1,1%	-0,1%	-1,4%	-3,0%
Pakistan (rupee)	0,0648	0,0659	0,0669	0,0718	-4,3%	-1,7%	-3,2%	-9,8%
Peru (ny sol)	2,3574	2,4554	2,5466	2,5894	-2,7%	-4,0%	-7,4%	-9,0%
Polen (zloty)	2,0613	2,0528	2,1004	2,0320	1,6%	0,4%	-1,9%	1,4%
Qatar (rial)	1,8094	1,7827	1,7844	1,8676	-2,3%	1,5%	1,4%	-3,1%
Rumänien (lei)	1,9846	1,9747	1,9286	1,8250	1,0%	0,5%	2,9%	8,7%
Ryssland (rubel)	0,1996	0,2089	0,2129	0,2112	-2,8%	-4,4%	-6,2%	-5,5%
Serbien (dinar)	0,0770	0,0772	0,0763	0,0712	-0,3%	-0,3%	0,9%	8,1%
Singapore (dollar)	5,1838	5,2692	5,3181	5,4620	-2,5%	-1,6%	-2,5%	-5,1%
Sri Lanka (rupe)	0,0500	0,0512	0,0509	0,0516	-3,1%	-2,3%	-1,7%	-3,0%
Sydafrika (rand)	0,6671	0,7236	0,7668	0,8233	-2,3%	-7,8%	-13,0%	-19,0%
Sydkorea (won)	0,0059	0,0059	0,0061	0,0060	-0,7%	-0,5%	-3,9%	-2,5%
Taiwan (dollar)	0,2197	0,2197	0,2238	0,2268	-2,3%	0,0%	-1,8%	-3,1%
Thailand (bhat)	0,2108	0,2217	0,2124	0,2157	-2,9%	-4,9%	-0,7%	-2,3%
Tjeckien (koruny)	0,3379	0,3311	0,3418	0,3303	0,2%	2,0%	-1,1%	2,3%
Turkiet (lira)	3,4064	3,6206	3,6430	3,7877	-2,6%	-5,9%	-6,5%	-10,1%
Ukraina (hryvnia)	0,8104	0,8012	0,8072	0,8398	-2,0%	1,2%	0,4%	-3,5%
Ungern (forint)	0,0293	0,0285	0,0294	0,0297	-1,5%	2,6%	-0,5%	-1,4%
USD (dollar)	6,5158	6,4832	6,5032	6,7988	-2,7%	0,5%	0,2%	-4,2%
Vietnam (dong) X1000	0,0003	0,0003	0,0003	0,0003	-2,2%	0,4%	-0,2%	-4,5%

Källa: Bloomberg, Tundra Fonder