

## Asahi Group

Case af ValueInvest Asset Management S.A.

### Asahi: Boring is beautiful

➔ Asahi Group Holdings er en japansk virksomhed, der producerer og sælger drikke- og fødevarer. Virksomheden drives i fem divisioner: *alkoholiske drikkevarer, læskedrikke, fødevarer, udlandet (eksport) samt andet* (logistik). De alkoholiske drikkevarer inkluderer traditionel øl, øl-lignende drikke, shochu (traditionel japansk spiritus), lav-alkoholiske-færdig-drikke, whiskey og spiritus samt vin. Divisionen læskedrikke producerer kolde drikke som f.eks. iste, iskaffe, sodavand, vand, frugt- og grøntsagsdrikke samt syrnede mejeriprodukter. Inden for fødevarer fremstiller Asahi slik, kosttilskud, babymad, frysetørrede fødevarer, krydderier samt fødevarer pakket i såkaldte retort poser, der er et alternativ til konservesdåser. Efter at have splittet Dai Nippon i to, blev virksomheden i 1949 dannet i sin nuværende form. Dai Nippon blev dannet i 1906, da tre japanske bryggerier sammenlagde deres aktiviteter. Asahis ultimative forgænger, Osaka bryggerierne, blev dannet i 1889, og Asahis historie går dermed mere end 120 år tilbage.



Asahi Group har været en del af såvel den japanske som de globale afdelinger siden juni 2002. Over hele investeringsperioden har virksomheden leveret rigtig gode afkast, der ligger væsentligt over det generelle aktiemarked (MSCI Verden) samt det japanske aktiemarked (MSCI Japan). Med størstedelen af produktionen placeret i Japan har Asahi været godt afskærmet fra turbulensen på det internationale aktiemarked og har dermed kunnet levere positive afkast i tider, hvor de globale aktiekurser ellers har været vigende. Gennem årene har markedet mest af alt opfattet Asahi som en uinteressant virksomhed: hvem vil investere i et selskab, hvis primære kundegruppe, pga. demografiske udfordringer på hjemmemarkedet, bliver mindre og mindre, og hvor ølforbruget er nedadgående eller - i bedste fald - stagnerende? Denne indstilling har været medvirkende til en attraktiv værdiansættelse af aktien, som vi med succes har udnyttet. Ydermere ser vi den nuværende rabat ift. den beregnede værdi samt ift. lignende virksomheder som en god mulighed for også at opnå solide afkast i de kommende år.

Asahi Group passer rigtig godt til Foreningens investeringsstil. Ved første øjekast har virksomhedens finansielle resultater ikke været synderligt inspirerende: kigger man på de fleste nøgletal, har virksomheden igennem det seneste årti haltet efter branchen. Vi lægger dog vægt på stabilitet i indtjeningen, og den stabilitet har Asahi Group derimod i høj grad kunnet levere. Hvis vi regner på risikojusterede nøgletal, skiller virksomheden sig ud som den mest stabile blandt de ti største børsnoterede bryggerier i den udviklede verden (målt på *enterprise value*). Dette er især tilfældet når vi kigger på stabiliteten i driftsmarginalen samt afkastningsgraden.

Imens nogle selskaber med en relativ højere indtjening også har haft virkelig dårlige år, har Asahi gennem tiden været bemærkelsesværdig stabil. Vi tror, at denne stabilitet har været medvirkende til at skaffe det gode historiske afkast, og mener også det vil blive belønnet i fremtiden.

#### Stærk grobund for langsigtede afkast

Til at måle kvaliteten i virksomhedernes indtjening anvender vi bl.a. forskellige nøgletal, der er relateret til ROIC (afkast på investeret kapital). Merafkastet; det der tjenes ud over det risikojusterede afkastkrav på investeret kapital, har de sidste 20 år været lavere for Asahi Group (2,9%) end bryggeribranchen generelt (4,5%). Disse forskelle skal dog analyseres med visse forbehold. Bryggeribranchen er særligt koncentreret i toppen, hvor meget store virksomheder som AB InBev (og i mindre grad også SABMiller og Heineken) er med til at skubbe gennemsnittet væsentligt op. På trods af denne dominans,



>>

>> som de globale industrigiganter besidder, har Asahi Groups *risikojusterede* merafkast det sidste årti været på højde med branchens. Vi mener dermed, når risikoelementet tages med i sammenligningen af de forskellige bryggerier, at Asahi Group ligger på højde med industrien generelt.

En anden måde at måle kvaliteten af indtjening på er ved at kigge på, hvor stabilt merafkastet er. I 19 ud af de seneste 20 år har Asahi Group tjent mere end deres *cost of capital*, hvorimod det typiske globale bryggeri kun har opnået dette i 16 ud af 20 år. Dette faktum understreger blot Asahi Groups robusthed, hvilket vi vægter ganske højt i vores investeringsproces. Vi mener, at man ved at undgå tab i en ellers risikofyldt forretningsverden, kan skabe en stærk grobund for gode langsigtede afkast – også selvom afkastet i et givet år kan synes gennemsnitligt. Rentes rente effekten på afkastet har en meget stærk langsigtet effekt.



Asahi Group Holdings, Ltd. blev etableret i 1949.

## Stordriftsfordele, brand power og produktmangfoldighed

Flere egenskaber har bidraget til vores grundlæggende positive opfattelse af investeringscasen. Den første er stordriftsfordele. Asahi Group er nu Japans førende bryggeri efter i de sidste 20 år at have kæmpet med ærkerivalen Kirin om førstepladsen. I 2015 lå Asahis markedsandel på 38% mod Kirins 33%. Stordriftsfordelene, som Asahi oplever på hjemmemarkedet, er et væsentligt benspænd for enhver konkurrent, der prøver at udfordre Asahi på hjemmebane. Asahi kan på globalt plan ikke konkurrere med bryggeribranchens mastodonter, der efter en række meget store fusioner og virksomhedsovertagelser er blevet endnu større. Men en stærk placering på hjemmemarkedet samt veltillirettagte, om end moderate, virksomhedsovertagelser har gjort Asahi Group i stand til at udfordre større rivaler på områder, hvor Asahi ikke lider under virksomhedens ellers begrænsede størrelse. Ledelsen har med succes formået at undgå kampe, der ikke kan vinde.

Den anden store positive egenskab er brand power. *Asahi Super Dry* øl er virksomhedens flagskibsprodukt og helt store brand, der kom på markedet i 1987 og har formået at tage en stor bid af Kirins markedsandel, der i starten af 1980'erne ellers lå over 60%. Andre bryggerier, inkl. Kirin, har ikke samme brand power og kan ikke hamle op med *Asahi Super Dry* produktet. Virksomheden oplever også stærke brandfordele i udlandet. En 20% andel i Tsingtao Brewery giver Asahi del i det hurtigt voksende kinesiske ølmarked, hvor et af de stærkeste kinesiske brands, Tsingtao, ligger nummer to lige efter Snow.

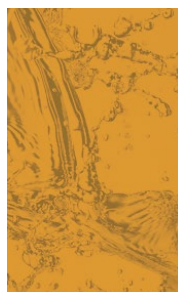
”I 19 ud af de seneste 20 år har Asahi Group tjent mere end deres *cost of capital*, hvorimod det typiske globale bryggeri kun har opnået merafkast i 16 ud af 20 år.”

Asahis tredje styrke er produktmangfoldighed. Selvom øl og øl-lignende produkter udgør 60% af selskabets indtjening (inkl. associerede selskaber) og en tredjedel af det samlede salg, er Asahi mere end blot øl. Den demografiske udvikling i Japan går lidt imod ølsalg, og Asahi har i lang tid beskæftiget sig med andre produktkategorier for at opnå vækst. I dag udgør alkoholiske drikke blot 50% af produktporteføljen, der også indeholder stærke brands uden for alkoholsegmentet. Mitsuya cider, Wonda kaffe, Jorukucha te, Wilkinson vand med brus, Oishi Mizu kildevand samt Calpis fermenteret mælk er de mest kendte navne i Asahis bredtfaavnende og velbalancerede drikkevareportefølje. Selvom det japanske læskedrikmarked er meget konkurrencepræget, besidder Asahi enorme ressourcer sammenlignet med mindre, lokale konkurrenter, og netop den ”lokale” flair er, for Asahi, en fordel ift. det, de globale læskedrikgiganter tilbyder. Fødevarersegmentet, selvom det blot udgør 6% af den samlede forretning, har en dominerende position inden for baby mad og slik/pastiller på det japanske marked.

## Det er stadig kedeligt, men det kan vi li'

Udvalget inden for alkoholiske drikke dækker langt mere end øl og inkluderer happoshu (lav-malt-øl), såkaldt ”new genre” (maltfri-øl), diverse spiritus samt vin. Lav- og maltfri-øl har igennem de seneste 20-25 år taget en stor del af det traditionelle ølmarked, hvor det er gået fra ikke eksisterende til at optage næsten 50% af den japanske markedsvolumen inden for øl og øl-lignende produkter. For Asahi udgør disse nye produkter lidt mindre; omkring





35%, hvilket understreger, at virksomheden har satset på at styrke førerpositionen inden for traditionel øl. Selvom man kunne mene, at det har kostet Asahi omsætning ikke fuldstændigt at satse på de nye kategorier, betaler det sig måske alligevel i længden: riften om happoshu og "new genre" toppede i 2011-2013 og er siden da faldet hurtigere end traditionel øl.

Asahis stærke balance giver frihed til investeringer i organisk vækst eller opkøb (akkvisitioner). Dette udnyttede Asahi i år, da de annoncerede deres intention om at opkøbe Peroni, Grolsch og et par yderligere brands fra AB InBev, hvis sidstnævntes erhvervelse af SABMiller forventes godkendt i andet halvår 2016. Selvom vi ikke er begejstrede for prisen på disse opkøb, er handlen relativ lille for Asahi (og vil bidrage 7% til driftsindtjeningen). Ledelsen har nu en svær opgave foran sig i at overbevise os og andre investorer om, at Asahis konservative akkvisitionsstrategi ikke er i fare.

Asahi har, trods et udfordrende erhvervsklima, formået at nå mange af målene fremlagt i deres mellemlange (3-årige) plan, der sluttede sidste år. Den årlige vækst i omsætningen oversteg 3% målet og nåede hele 5,6%. Asahi HAR gjort fremskridt på driftsmarginalen også, men med 7,3% opnået i 2015 er der stadig et lille stykke op til målet på 8,0%. Med 10% vækst i netto resultatet voksede bundlinjen hurtigere end de forventede 7%. Når man tager i betragtning, at mange mellemlange planer for japanske virksomheder oftest er til inspiration frem for en reel plan, er det opløftende at se, at Asahis mål faktisk blev mere eller mindre indfriet. Selskabet indfrieede samtidig løftet om at udbetale mere til aktionærerne og nåede målet for en udlodningsprocent på 30 eller derover for den seneste 3-årige periode. I en industri med begrænsede vækstmuligheder er rentes rente effekten væsentlig, og vi ser derfor ganske positivt på, at Asahi forpligter sig til udbyttebetaling, hvilket er en væsentlig del af den samlede afkastkomponent. At forpligte sig til at betale udbytte medfører en disciplineret allokering af kapital, som hos os er velset. Den seneste plan, der løber til og med 2018, forudsiger en vækst i salg, der er drevet af stabil vækst i kerneforretningen, og samtidig forventes driftsindtjeningen fra eksisterende forretningsområder årligt at stige med høje etcifrede procentsatser. Vækstmålet for EPS (indtjeningen per aktie) er 10% per år, og ROE (egenkapitalafkast) forventes at stige til 10% eller højere, mod 8,8% rapporteret i 2015. Selvom vi har en forsigtig tilgang til

langtidsprognoser på indtjeningen, anser vi det for ganske positivt, at Asahi regner med at kunne fortsætte den seneste positive udvikling.

Asahi Group har, siden inklusionen i de globale porteføljer samt Japan porteføljen, bidraget stærkt til performance. Vi tror dog stadig, der er mere at komme efter, da virksomheden også i fremtiden er positioneret til at kunne generere stærke afkast. Vores seneste screening af bryggerierne (ekskl. *emerging markets*) viser en Earnings Yield for indeværende år på 5,1% (som analytikerne forventer) med en forventet indtjeningsvækst på 15% (Bloomberg konsensus forventninger). Asahi Group kan levere en Earnings Yield på 7,5%, med "kun" 7% forventet indtjeningsvækst, med yderligere potentiale fra AB InBev handlen. Hvis vi atter engang kigger på ROIC-målingerne, ser vi, at Asahi Group over de sidste fem- og tiårige perioder har ligget i branchens øverste kvartil mht. risikojusteret merafkast. Fra vores ROIC analyse ved vi, at der er tæt på 50% sandsynlighed for, at en virksomhed i den øverste kvartil vil forblive i topkvartilen over de næste 5 år. Med det in mente har vi her et kvalitetselskab med gode muligheder for tilfredsstillende (om end ikke spektakulære) afkast over de næste år, som købes til en betydelig rabat ift. lignende selskaber og den beregnede værdi. Vi mener det er et solidt fundament for fremtidige attraktive afkast til Foreningens investorer. ●

#### Asahi Group Holdings, Ltd.

[www.asahibeer.co.jp/english](http://www.asahibeer.co.jp/english)

##### Hjemsted

Japan

##### Etableringsår

1949

##### Antal ansatte

22.000

##### Omsætningsfordeling segmenter

Øl, alkoholiske drikke, læskedrikke, fødevarer.

##### Brands

Asahi Super Dry, Mitsuya cider, Wonda kaffe, Jorukuchate.



##### Styrker

Stordriftsfordele i Japan, brand power inden for øl, eksempelvis produktmangfoldighed uden for øl.

##### Svagheder

Relativ lav ROIC, der formindsker Asahis konkurrenceevne på et internationalt plan.

##### Muligheder

Målrettet udenlandsk ekspansion, introduktionen af produkter målrettet ældre.

##### Trusler

Demografisk udvikling, der ikke gavner ølforbruget i Japan.

##### Omsætning 2015

JPY 1.857.418 mio.

▲ 4% i forhold til 2014

##### Markedsværdi inkl. gæld

JPY 2.194.368 mio.

##### Forventet driftsresultat (EBIT) 2016

JPY 173.511 mio.

##### Driftsresultat (EBIT) ift. den gældfrie virksomhed

7,9% (Earnings Yield)

##### Global, vægтет 10 årige statsrente<sup>(1)</sup>

1,1%

##### Merafkast for virksomhedsejeren

6,8% point

Indtjeningsstabilitet

Meget høj

(1) Global, vægтет 10-årig statsrente: 10-årig statsobligationsrente vægтет sammen i ift. MSCI Verden aktiers vægtning landene imellem. Det såkaldte risikofrie afkast.