



Investerings- kommentarer

2. kvartal 2021

ValueInvest Danmark › Japan

Markedsudvikling

Japan er foran mange asiatiske lande med hensyn til andel af befolkningen, der har modtaget første vaccinedosis mod coronavirus. Dette er en klar forbedring i vaccineudrulningen i Japan i 2. kvartal mellem marts og juni og en del af den foranstående globale sejr med at få immuniseret befolkningen gennem vaccination og erhvervet immunitet. I Asien og andre steder skal vi være opmærksomme på, at coronavirus sandsynligvis udvikler sig til en endemisk virus, og at spredningen af den smitsomme Delta-variant stadig vækker stor bekymring og måske er den højeste risikofaktor for asiatiske lande, hvilket kan føre til nye restriktioner med negativ indvirkning på den økonomiske aktivitet. På listen over bekymringer for fremtiden i Asien finder vi også indvirkningen af den amerikanske inflation og ændringer i pengepolitikken for økonomisk vækst.

Sektorer

I 2. kvartal faldt det japanske aktiemarked med -1,4% målt ved MSCI Japan, mens porteføljen gav et positivt afkast og bidrog til afkastet år-til-dato. (medmindre andet er angivet, er alle afkast i DKK).

I andet kvartal var de tre svageste sektorer Forsyning, Kommunikationstjenester og Finans, der genererede afkast på henholdsvis -13,5%, -6,5% og -4,0%. De tre sektorer, der klarede sig bedst, var IT, Stabilt Forbrug og Ejendomme med afkast på henholdsvis +4,3%, +0,9% og +0,6%.

Performance

Den japanske portefølje leverede et positivt afkast, mens markedet var negativt, hvilket efter vores mening er tilfredsstillende i betragtning af porteføljens defensive egenskaber og den asymmetriske afkastprofil. På stærke aktiemarkeder glemmer vi hurtigt, hvorfor vi har brug for kapitalbeskyttelse under faldende markeder, men at miste mindre eller opnå et positivt afkast på et negativt marked, som i tilfældet er med 2. kvartal, er af afgørende betydning for den langsigtede formueskabelse og -beskyttelse af vores kunders investerede kapital.

Negative og positive afkastbidrag

De mest negative afkastbidrag i 2. kvartal kom fra **Air Water** og **Rinnai**, mens **Ajinomoto** og **Asahi Group** leverede positive afkast i kvartalet.

Industrigasproducent **Air Water** rider coronastormen af så godt som muligt. I lighed med andre industrielle gasproducenter kom selskabet sig hurtigt efter coronavirussens indledende chok sidste år med kontraktfremstilling af alkoholbaserede desinfektionsmidler. Endvidere drog selskabet fordel af den øgede efterspørgsel efter elektronik, da halvledersektoren er en stor kunde for industrielle gasproducenter.

Som ekspert i håndtering af ilt og med tilstedeværelse i Indien, hvor efterspørgslen efter ilt er steget markant efter spredningen af Delta-varianten, forventede investorerne i år, at Air Water ville klare sig bedre, hvilket vi fortsat

forventer at se af regnskabstillene. Efter vores mening er aktien en af de billigste i porteføljen, og som tålmodig investor forventer vi at blive belønnet, når den attraktive værdiansættelse anerkendes af markedet.

Den japanske producent af madlavningsudstyr **Rinnai Corporations** kæmper fortsat for at imponere markedet med +1% vækst i nettoomsætning og +18% vækst i driftsindtjening. Selskabets ledelse forudsiger en omsætningsstigning på +6%, men boligmarkedet i Japan oplever løbende moderate fald i nye boligbyggerier, og generelt påvirkes branchen husholdningsmaskiner af aflyste messer og begivenheder, som Rinnai og lignende selskaber sætter deres lid til i deres salgsarbejde.

Rinnai har lanceret sin nye mellemlange strategi med fokus på livskvalitet og miljøvenlighed. Derudover står selskabet overfor at skulle udvide sine salgskanaler globalt, hvilket er et optimistisk tegn på et opsving.

Den ambitiøse og ekspansive japanske producent af krydderier, **Ajinomoto**, har fodret sine investorer godt under pandemien på trods af de vanskelige omstændigheder. På grund af nedlukninger på forskellige markeder faldt salget til restauranter og inden for produkter til industrielt brug, men samtidig med, at salget af hjemmeprodukter steg som følge af madlavning og spisning i hjemmet. Salget af specialkemikalier løftede omsætningen inden for sundhedssektoren og andre segmenter.

Driftsresultatet og visse strategiske beslutninger er meget imponerende, herunder en nettoindtjening på JYP 59 mia., der kan henføres til moderselskabet, det forhøjede udbytte på 44 yen pr. aktie (= forhøjet udbetalingsgrad fra 30% til 40%) og lanceringen af et tilbagekøbsprogram, der tilsammen forsikrede markedet om, at Ajinomoto klarer sig godt. Aktiekursen er steget støt efter offentliggørelsen af helårsresultatet, og aktien er nu porteføljens største position.

Uanset hvad der sker omkring os, vil mennesker fortsætte med at drikke øl og ikke-alkoholiske drikke, enten alene eller sammen, men mest

sammen. Efterhånden som samfundene langsomt åbner op og i stigende grad atter interagerer og udvikler sig, så stiger også omsætningen i den japanske øl- og sodavandsproducent **Asahi Group**, når folk samles igen.

I de første tre måneder af året steg Asahi Groups indtjening med +12% i forhold til samme periode sidste år, hvilket inkluderede tidlige tegn på ændrede forbrugervaner på grund af virkningen af og frygt for Covid-19. Selskabet har ikke ændret på forventningen til regnskabsåret 2021, der fortsat forventes at udvise en vækst i omsætningen og det primære driftsresultat på henholdsvis +13% og +30%. Nogle menneskelige træk forsvinder aldrig.

Porteføljændringer

I 2. kvartal blev positionerne i den trådløse telekommunikationsudbyder **KDDI** og i sikkerheds- og alarmtjenesteselskabet **Secom** reduceret, og provenuet blev geninvesteret i lægemiddelforhandleren **AIN Holdings**, producenten af personlige produkter **Kao**, ølbryggeriet **Kirin** og fødevarekæden **Lawson**.

Porteføljesammensætningen følger en bottom-up proces med indbyggede begrænsninger, der skal reducere downside risiko mest muligt. Vores aktieudvælgelse er baseret på en omhyggelig vurdering af hvert enkelt selskab og dets risiko- og afkastprofil. Da vi ikke er bundet af noget aktieindeks, er eksponeringen til brancher, sektorer og lande et resultat af, hvor vi identificerer den bedste risiko/afkastafvejning uden at glemme vigtigheden af diversificering.

ValueInvest Japan har investeringer fra syv af de elleve sektorer i MSCI Japan indekset, og dens fundamentale karakteristika meget forskellig fra det japanske aktiemarked. Samlet set har porteføljens selskaber begrænset nettogæld og i modsætning hertil, har det japanske aktiemarked en relativ høj gældsætning. Med en Earnings Yield på 7,6% er porteføljen attraktivt prisfastsat i forhold til 6,2% for det generelle japanske aktiemarked. Afdelingens udbytteprocent er på 2,0% mod markedets 1,9%. Samlet set har afdelingen begrænset gæld på 0,4 gange EBITDA, hvorimod markedets netto gældsbyrde er lig 1.8 gange EBITDA. ValueInvest Japan har desuden en

væsentlig højere indtjeningsstabilitet end det generelle marked. Vi anser derfor porteføljen for at være særdeles robust med en høj sikkerhedsmargin (rabat til Fair Value), hvilket er

afgørende for en god beskyttelse af kapitalen og fundamentet for et solidt langsigtet afkast og fundamentet for et solidt langsigtet afkast.

Ansvarsfraskrivelse. ValueInvest Danmark kan på ingen måde gøres erstatningsansvarlig for de informationer, som findes i nærværende Investeringskommentar – uanset om disse informationer mod forventning skulle være ukorrekte. ValueInvest Danmark kan derfor ikke pålægges ansvar for skader eller tab, der direkte eller indirekte er pådraget på grundlag af informationer, som findes i Investeringskommentaren. Indholdet af ValueInvest Danmark Investeringskommentarer er tænkt som generel information og kan på ingen måde sidestilles med rådgivning. Investering kan være forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Nærværende materiale indeholder oplysninger om historiske afkast og allokeringer, simulerede afkast samt prognoser, der således ikke kan opfattes som en garanti for fremtidige afkast eller allokeringer. Afkast kan blive formindsket eller forøget som følge af udsving i valutakurserne samt udviklingen på aktiemarkederne. Eventuelle udsagn om fremtiden, som er indeholdt i Investeringskommentaren, afspejler ledelsens, på daværende tidspunkt aktuelle forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne. Den type forventninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed, og vi vurderer, at usikkerheden er større, end hvad vi historisk har set. Og da det ydermere er behæftet med meget stor usikkerhed at give bud på den konkrete udvikling på de mange enkeltmarkeder, vi investerer på, vurderer vi, at det ikke er hensigtsmæssigt at komme med konkrete tal for afkastforventningerne for det kommende år. Investorer og andre, der tager beslutninger på grundlag af denne information, bør generelt foretage deres egne omhyggelige overvejelser om hvilke usikkerheder, der kan have betydning. Det anbefales derfor altid at søge professionel investeringsrådgivning og tillige vejledning om dertil knyttede individuelle skatteforhold, der påvirkes af den aktuelle investering. Der tages forbehold for trykfejl, produktændringer, kurser og lignende. For yderligere information, herunder prospekt, henvises til www.valueinvest.dk. The material in the Investment comments is not directed at and is not intended for persons residential in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside Denmark, and the material in this Investment comment is not an offer to provide, or a solicitation of any offer to buy or sell, products or services in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland, or other jurisdictions outside of Denmark.