



### Markedsudvikling

Selvom vi har fulgt med i nyhedsstrømmen siden coronavirusets udbrud i Kina og derefter i Italien og nu globalt, er virussets smittehastighed og rækkevidde kommet som en overraskelse for os. Det er meget vanskeligt at spå om varigheden af de økonomiske udfordringer, som den globale økonomi i øjeblikket gennemgår. Vi håber, at de tiltag, der nu er iværksat fra regeringers og centralbankers side vil bidrage til en afbødning af den vanskelige periode, som mange mennesker globalt set er konfronteret med lige nu, hvad enten de er direkte eller indirekte berørte af Covid-19.

Ingen kunne have forudset kilden til denne markedsvolatilitet. De massive centralbanktiltag siden finanskrisen har medvirket til at sløre markedets fokus på risici, det være sig kreditspænd, rentespænd på statsobligationer på tværs af landegrænser, risikopræmier på aktiemarkedet, der medførte højere multipler og således bidrog til det solide afkast på MSCI Verden i 2019, men også i begyndelsen af 2020.

I takt med at markedet i øjeblikket reagerer kraftigt på frygt for faldende indtjening og udsigten til økonomisk recession, øges mulighederne for investorer. I disse tider koncentrerer vi os som altid om at tage de beslutninger, der er nødvendige for at positionere porteføljen til langvarig succes og et scenarie, der rækker ud over coronakrisen.

### Sektorer

I 1. kvartal var de tre svageste sektorer Energi, Finans og Ejendomme, der gav afkast på henholdsvis -29,9%, -4,5% og -22,4%.

De tre stærkeste sektorer var Forsyning, Stabilt Forbrug og Kommunikationstjenester med afkast på henholdsvis -2,4%, -5,1% og -6,1%.

Det japanske aktiemarked faldt med -15,5% i kvartalet i DKK målt ved MSCI Japan (inkl. dividende).

### Performance

Japan porteføljen klarede sig godt i et vanskeligt første kvartal i 2020 og viste endnu engang sine defensive egenskaber med levering af et afkast på -6,5%, der således langt overgik MSCI Japans afkast på -15,5%. Porteføljen matchede det japanske indeks i januar og februar, hvor især februar var ganske negativ med et fald på mere end -8%. I marts klarede Japan porteføljen sig imidlertid massivt bedre end indekset og genererede et positiv afkast på godt +½% til sammenligning med MSCI Japan, der faldt over -7%. Den relative outperformance i kvartalet kunne henføres til positive effekter fra både sektorer og aktieudvælgelse.

Selvom porteføljen ikke har nogen eksponering til den stærkeste sektor i kvartalet Forsyning, var det meget positivt at have en 42,8% eksponering til den næststærkeste sektor i perioden Stabilt Forbrug. Det aktive fravalg af eksponering til Energi, Finans og Ejendomme understøttede også den relative outperformance. I forhold til selskabsspecifikke bidrag til afkastet var der foretaget gode aktievalg inden for Stabilt Forbrug, Råvarer, IT og Industri.

### Negative og positive afkastbidrag

Japan porteføljen's selskaber er til en vis grad blevet og vil blive berørt af coronaudbruddet, selvom det ser ud til, at det japanske samfund generelt har klaret sig godt - i det mindste målt på det "begrænsede" antal dødsfald i Japan sammenlignet med de fleste andre lande i verden. Den kommende årsregnskabs sæson i Japan vil derfor afsløre den forventede økonomiske indvirkning af coronavirus. Hvor europæiske og amerikanske selskaber i mange tilfælde har

rapporteret, at de er blevet negativt påvirket af coronavirussen, og nogle selskaber endda har forsøgt at kvantificere denne påvirkning, har antallet af meddelelser herom fra japanske selskaber hidtil været begrænset.

Blandt de svageste bidrag til performance i 1. kvartal var **Asahi Group** og **Bridgestone** med henholdsvis -28% og -16% i afkast.

De største bidragsydere i kvartalet var **Toyo Suisan** og **Ajinomoto** med afkast på henholdsvis +17% og +15%, inklusive udbytte.

Nyheden om coronavirus kom som et ekstra chok for Japans megabryggeri Asahi Group. Selskabet oplever allerede, at det indenlandske alkoholforbrug er aftagende, da de yngre generationer drikker mindre, og befolkningstallet er faldende. Sidste år faldt det indenlandske ølmarked for 15. år i træk, denne gang et fald på -1% til -2%, hvilket også er prognosen for 2020. Asahi havde forventet en vis medvind fra de olympiske lege i Tokyo, som så efterfølgende er blevet udsat på grund af coronaudbruddet, og folk, der opholder sig i deres hjem, frivilligt eller ej, vil næppe øge efterspørgslen.

Asahi Group kontrollerer fortsat ca. 40% af det japanske ølmarked, og vi er glade for at se, at Asahi Groups fokus på opkøb i udlandet har medvirket til yderligere vækst i selskabet, hvormed det står rustet til at imødegå de hårdere tider på hjemmemarkedet. Købet af Carlton, der kontrollerer ca. 50% af det australske marked, er Asahis største opkøb til dato og tredje gang, at selskabet erhverver aktiver fra den belgiske bryggerikoncern Anheuser-Busch InBev. Ligesom Asahi har vi større forhåbninger for det øl-elskende Europa og Australien, selvom den nye coronavirus hænger som en tung sky over drikkevareindustrien, som den gør over så mange andre.

**Bridgestone**, den verdensomspændende bildækproducent, er også blevet forholdsvis hårdt ramt i 1. kvartal. Markedsanalytikerne satte deres lid til, at OL i Tokyo i 2020 ville bidrage til en opgang i Japans økonomi efter indførelsen af momsforhøjelsen i oktober 2019. Bridgestone, som også producerer sportsudstyr, herunder golfudstyr, tennisketchere og cykler samt er partner i Den Internationale Olympiske Komité, der har investeret milliarder i sponsorater, er naturligvis blevet ramt af udsættelsen af de olympiske lege indtil næste år. Det var forventet, at økonomiske

fordele ved OL ville sprede sig til en lang række sektorer fra byggeri til service.

For Bridgestone ville den positive effekt have været hilst særligt velkommen, da selskabet har oplevet en svagere efterspørgsel efter dæk til personbiler, små lastbiler og busser i flere af dets store markeder på trods af, at efterspørgslen i Japan var uændret i forhold til sidst år. Bridgestone har forberedt sig på en potentiel udskydelse af de olympiske lege, og vi er sikre på, at selskabet vil komme igennem den hidtil usete coronakrise, og at der er et vedvarende behov for selskabets produkter også i fremtiden.

Blandt de selskaber, der klarede sig bedst i løbet af kvartalet, var **Toyo Suisan**. Efter det dramatiske kursfald på det japanske marked i første kvartal i 2020 var Toyo Suisan, producent af nudler (færdiglavede) og fødevarer, helt klart et af de selskaber, hvis aktiekurs og markedsforventning til omsætning drog fordel af frygten for coronavirus. Toyo Suisans produkter, inklusive nudler, skaldyr og frosne fødevarer, er i høj kurs hos forbrugerne i deres forberedelse på den kommende krise. I Japan steg antallet af mennesker, der opholder sig hjemme, drastisk i marts. I udlandet så vi også i forbindelse med Toyo Suisans aflæggelse af ni måneders regnskabet, at selskabet fastholdt sine høje markedsandele i USA og andre steder med sine nudelprodukter. Vi er derfor fortsat overbeviste om, at Toyo Suisan er i en god position til at vækste sin forretning profitabelt, både på hjemmemarkedet og i udlandet, og at selskabet kan håndtere krisen.

**Ajinomoto**, den japanske krydderikoncern med appetit på nye internationale markeder og en ambition om at blive en top-10 global fødevarerproducent, leverede en stærk indtjening i både frosne fødevarer og kaffe-forretning i første kvartal. Selskabet øgede sit overskud ved prisstigninger på krydderier, frosne og forarbejdede fødevarer. I slutningen af marts udsendte Ajinomotos CEO Takaaki Nishii en opdatering vedrørende COVID-19 pandemien om, at Ajinomotos globale produktionsfaciliteter fortsætter med at virke og levere ingredienser til personlige hygiejneprodukter, aminosyrer, der hjælper immunsystemet, samt produktionsstøtte til den farmaceutiske industri.

Vi fastholder vores overbevisning om, at Ajinomoto, der allerede har nået 95% af sit helårs resultatmål efter ni måneder, fortsat vil være et relevant og rentabelt selskab, der fremover vil kunne bringe forretningen tilbage på vækstsporet med fokus på sunde produkter og en samtidig reduktion eller nedlukning af ikke-

prioriterede forretningsområder med lav margin samt have evnen til at realisere sine ambitiøse mål.

### Porteføljeændringer

I januar øgede vi vores andel i vandbehandlingsfirmaet, Kurita Water. Vi indkøbte Kurita Water til porteføljen i december 2019. Selskabets produktpalette omfatter vandbehandlingsfaciliteter og kemikalier samt service i form af vedligeholdelse af vandbehandlingsanlæg, rensning af jord- og grundvand samt analyse af vandkvalitet.

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 ingen nettogæld og i modsætning hertil, har det japanske aktiemarked en relativ høj gældsætning. Med en Earnings Yield på 9,1% er porteføljen attraktivt prisfastsat i forhold til 7,1% for det generelle japanske aktiemarked. Afdelingens udbytteprocent er på 2,3% mod markedets 2,5%. Samlet set har afdelingen ingen gæld, hvorimod markedets nettogældsbyrde er lig 2,0 gange EBITDA. Desuden har ValueInvest Japan 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.

**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 sigens 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. Investor er 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](http://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.