

# Deja-vu i Asien?

Af porteføljeformidlere Allan Christensen og Mogens Akselsen

## Det hele er først lige begyndt!

Vi taler om regionen Asien ekskl. Japan. Investeringsuniverset kan ses til højre. Mange vil mene, at vi har været her før. I begyndelse af halvfemserne og op mod 1997 gennemlevede Asien et investeringsboom i den private erhvervssektor, hovedsagligt drevet af udenlandsk eksportefterspørgsel. En ekspansion, der indirekte via hjemlige banker blev finansieret af velvillig udenlandsk kapital og med tiden resulterede i høje gældssætninger blandt et udvalg af store virksomheder. Desuden en banksektor, der i flere af regionens lande, var ekstremt gearet. Dynamikken blev dog bragt til ophør med udbruddet af Asien-krisen i sommeren 1997.

Vil Asien ekskl. Japan gentage en tidligere fiasko ved at gøre sig bemærket i globale sammenhænge? Svaret er et klart nej!

## Vi har fortsat positive forventninger til Asien (ekskl. Japan)

Vi har mange års erfaring med at udvælge attraktive aktier i Asien. Med udsigten til en langvarig positiv udvikling i regionen vil mange virksomheder stå over for spændende vækstmuligheder, som den langsigtede aktieinvestor kan nyde godt af. Dette understøttes af følgende:

- Høj økonomisk vækst
- Global magtfaktor



- Hurtigt voksende indenlandsk forbrug
- Meget positiv demografisk udvikling
- Lav gældssætning
- Investering i udbygning af infrastruktur
- Konkurrencedygtig eksport
- Attraktiv prisfastsættelse



## Kvalitetsløft

Regionen har fået betydelig kvalitetsmæssig gennemslagskraft, hvilket kan konstateres ved et hurtigt blik på regionens globale BNP-andel, der fra 1990 til i dag er steget fra 13% til 27%, samt det faktum, at regionen generelt set, har de mindst forgældede forbrugere og virksomheder, i forhold til den vestlige verden. Desuden har de fleste lande et sundt bankvæsen med bedre balancer og færre tab.

## Demografi har en betydning

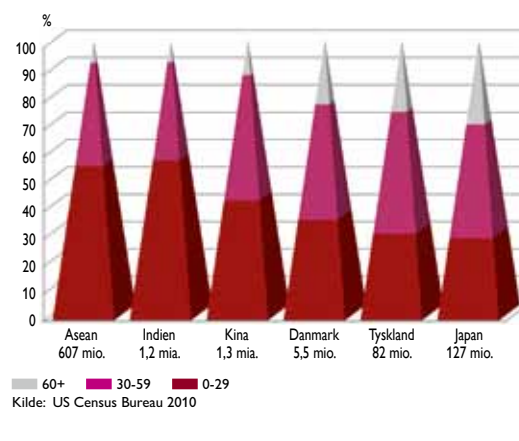
Ca. 54% af jordens befolkning er bosiddende i regionen. Knap halvdelen af disse er under 30 år, hvilket ses illustreret af figuren til højre.

Hvis man kombinerer de gunstige demografiske forhold, med den lave gældsætning på alle niveauer (dog enkelte lande undtaget), et gunstigt banksystem, kulturel disciplin og ikke mindst aktørernes tro på fremtiden, er det ikke vanskeligt at se det potentiale som Asien med sine ca. 3,6 mia. indbyggere rummer, i forhold til de ca. 750 mio. mennesker, der lever i Europa og USA.

## Asien er andet end Kina

På trods af, at medierne i overvejende grad, og med rette, fokuserer på Kina og dets 1,3 mia. indbyggere og deres adfærd, overser man let, at Indien plus ASEAN<sup>1)</sup>, som fra en efterspørgselssynsvinkel har en gunstig position, med deres i alt 1,8 mia. mennesker. Alle er i en tidlig fase af den

Demografisk aldersfordeling



økonomiske vækstcyklus, og alle er sammensat af en relativ ung befolkning. Forskellen består i, at Kina af forskellige årsager, i forhold til netop disse lande, har et forspring på mellem 10-20 år. Dette er imidlertid en fordel for verdenssamfundet, idet den asiatiske regions rolle som vækstlokomotiv for den globale økonomi, dermed blot forlænges. Med andre ord kan den udvikling, vi har været vidne til i Kina, meget vel blive overgået af, hvad der kommer til at ske i såvel Indien som ASEAN over de næste 15-20 år.

<sup>1)</sup>ASEAN er en organisation i Sydøstasien, omfattende landene: Myanmar, Vietnam, Laos, Thailand, Filippinerne, Cambodja, Malaysia, Brunei, Singapore og Indonesien.



## Indien

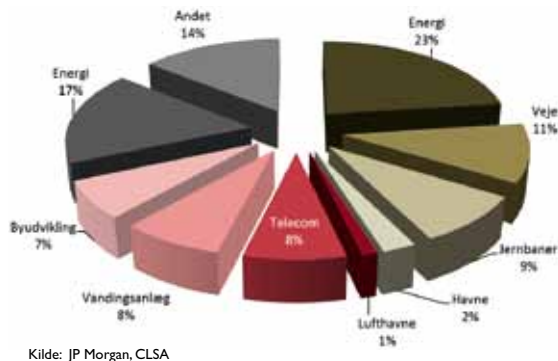
Vores positive forventninger til udviklingen i Indien skyldes primært:

- Stigende indenlandsk forbrug
- Investeringer i infrastruktur

Indien er, rent økonomisk, en af de meste indenlandsk- og forbrugsdrevne økonomier i regionen. Alene forbruget udgør ca. 55% af BNP, hvilket er på højde med Tyskland, og signifikant højere end de tilsvarende ca. 36 % i Kina.

En af flaskehalsene for den indiske væksthistorie er manglen på infrastruktur. Der syntes dog at være lysere udsigter forude, eftersom både mængden af budgetterede infrastrukturprojekter samt eksekveringsprocenten er markant stigende. Eksempelvis er budgetterne for 2013 til 2017 fordoblet til USD 1.000 mia. fra de nuværende USD 500 mia., samtidigt med, at antallet af igangsatte projekter er steget kraftigt. Af figuren nedenfor ses på hvilke områder Indien vil forbedre deres infrastruktur.

### Infrastruktur, planlagte projekter i Indien 2007 - 2012



## Fokus på indisk infrastruktur

At der er et behov for infrastruktur og at området er i frem-skriddt kunne vi ved selvsyn konstatere, under en netop afsluttet rejse til Indien. Det var i særdeleshed opløftende at opleve den restaurerede og udvidede lufthavn i Delhi, specielt når man sammenligner med den gamle, der må betegnes som ”kaotisk”. Af andre områder, hvori der i disse år investeres kraftigt og hastigt er: Elforsyning, jernbanenet,



vandingsanlæg, generel infrastruktur i landområderne samt telekommunikation.

## Fokus på indenlandsk forbrug i Indien

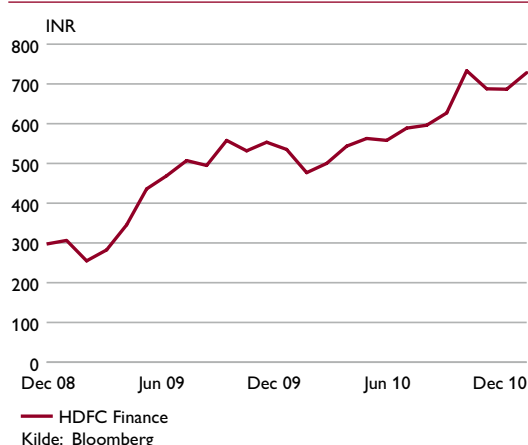
Bag de knap 1,2 mia. indiske forbrugere, hvoraf ca. 55% er under 29 år, gemmer sig et betydeligt potentiale. Antallet af mulige forbrugere er voksende, ikke kun pga. befolkningstilvækst og aldersforskydninger, men også pga. øget velstand.

## HDFC Finance – en attraktiv aktieinvestering

Hvad angår boligmarkedet mangler der, i henhold til det statiske bureau Census i Indien, omkring 24,7 mio. boliger i forhold til den givne efterspørgsel på nuværende tidspunkt. Et tal som har været stigende over årene. Netop dette forhold kombineret med den stærkt stigende efterspørgsel efter finansielle ydelser i almindelighed er en blandt flere grunde til, at vi har investeret i det indiske selskab HDFC Finance, i Carnegie WorldWide/Asien. Selskabet er primært beskæftiget med at udstede realkreditlån til det private boligmarked. Udover at HDFC Finance besidder en særdeles stærk markedsposition og har et excellent ledelsesteam, har selskabet også den absolut laveste omkostningsstruktur, selv set i et internationalt perspektiv. Et unikt udgangspunkt for dels at opnå eksponering til boligmarkedet og dels at have eksponering til markedet for finansielle ydelser. Fi-

guren nedenfor viser kursudviklingen for HDFC Finance, gennem de seneste to år.

**Kursudvikling HDFC Finance**



## Kina

Mange virksomheder ventes at drage fordel af den fortsatte meget positive udvikling i Kina, som følge af:

- Høj økonomisk vækst
- Kina som global magtfaktor

De seneste år har investorernes syn på Kina været meget divergerende. Groft sagt har investorerne det ene år kalkuleret med, at den økonomiske vækst i Kina ville kollapse og det næste år været nervøse for en overophedning af økonomien. Ingen af disse ekstreme holdninger har udspillet sig – og vil, efter vores mening, ej heller gøre det i de kommende år.

I kølvandet på finanskrisen var den kinesiske regering meget proaktiv. For at afbøde de værste følgevirkninger af den globale finanskris, implementerede de meget hurtigt massive investeringsprogrammer, og desuden blev der taget en række initiativer for at fremme det indenlandske forbrug. 2010 har imidlertid været præget af opstramninger i de vækstfremmende tiltag, der blev iværksat i 2008 og 2009. Specielt ejendomssektoren har oplevet en række opstramninger i 2010.

Inflationsudviklingen i 2010 har gjort investorerne nervøse, og været medvirkende til, at kinesiske aktier har været blandt regionens dårligste det seneste år. Centralbanken har hævet bankernes reservekrav adskillige gange samt hævet renten. Den stigende inflation skyldes dog primært manglende udbud af fødevarer, primært grønsager, der har lidt under dårligt vejr. Når inflationen således normaliseres, er

## Privatforbrug i procent af det globale privatforbrug

2007 %		2010 %		2015 E %		2020 E %	
USA	30,2	USA	28,3	USA	23,5	Kina	21,1
Japan	8,2	Kina	8,0	Kina	16,4	USA	20,8
Tyskland	5,6	Japan	7,7	Japan	6,5	Japan	5,8
Kina	5,3	Tyskland	5,3	Tyskland	4,3	Indien	5,3
UK	5,0	UK	4,8	UK	4,0	Tyskland	3,8
Frankrig	4,2	Frankrig	3,9	Indien	3,9	UK	3,7
Italien	3,6	Italien	3,3	Frankrig	3,2	Frankrig	2,9
Spanien	2,4	Indien	2,4	Italien	2,7	Italien	2,3
Canada	2,3	Spanien	2,2	Spanien	1,9	Spanien	1,8
Indien	2,0	Canada	2,2	Canada	1,9	Canada	1,7

Kilde: CSFB



der gode chancer for en bedre kursudvikling på kinesiske aktier, end den vi så i 2010.

Regeringen har afgørende betydning i styringen af den kinesiske økonomi, og givet regeringens historiske succesrate i den økonomiske politik tror vi fortsat på en positiv økonomisk udvikling, og vi er ligeledes positive på investering i kinesiske aktier.

Såvel Kina som Indien er således centrale vækstdynamoer i den globale økonomi. Begge lande kan profitere af et voksende indenlandsk forbrug, hvilket også ses af figuren på foregående side, der viser forventningerne til udviklingen i begge landes privatforbrug set i forhold til det globale forbrug.

## ASEAN

Spændende investeringsmuligheder som følge af:

- Høj Vækst i forbrug og investeringer
- Attraktiv demografi

Man glemmer ofte, at der er en række andre økonomier i Asien, der gennemgår en identisk udvikling på lige fod med Indien og Kina.

Landene i ASEAN, som ses på figuren nedenfor, er et godt eksempel herpå. Økonomierne er forskellige, men gennemgår i hovedtræk samme udviklingsforløb, som ses i resten af den asiatiske region. Dog har lande som Indonesien, Malaysia, Filippinerne, Singapore og Thailand størst relevans for en aktieinvestor.



## Demografi

Potentialet forstås bedre, hvis man betragter de nævnte økonomier samlet. Der bor i dag 600 millioner mennesker i regionen svarende til næsten det dobbelte af USA's befolkning. Befolkningssammensætningen er meget attraktiv forstået på den måde, at befolkningen er meget ung, hvor mere end halvdelen af befolkningen er under 30 år gammel. Med

en fremskrivning af befolkningstilvæksten vil der i 2030 bo 730 millioner mennesker i regionen.

## Forbrug og investeringer vil sikre fremtidig vækst

Indenlandsk forbrug og investeringer vil være de to vigtigste faktorer, der vil drive væksten i årene fremover. En ung befolkning kan ikke alene drive forbruget, men indtjeningen pr. indbygger er ved at nå et niveau, hvor folk evner at forbruge, og betingelserne for en markant forbrugsvækst dermed er grundlagt.

ASEAN-landene nyder godt af stigende råvarepriser, specielt på de mere "bløde" råvarer. Regionen er dominerende indenfor blandt andet kokos- og palmeolie samt gummi, og den er samtidig den største eksportør af ris. Stigende priser indenfor disse afgrøder, er med til at øge velstanden også hos landbefolkningen, og dermed gøre det indenlandske forbrug mere bredt funderet.

Hvert år flytter omkring 8 millioner mennesker fra land til by, hvilket betyder, at urbaniseringsgraden forventes at nå 50% indenfor ca. 5 år, hvormed følger behov for investeringer i nybyggeri samt udbygning af infrastruktur. At infrastrukturudbygningen som i Indien, ofte er en flaskehals for væksten, har vi selv oplevet på nærmeste hold, da vi for nyligt besøgte en række virksomheder i Indonesien.

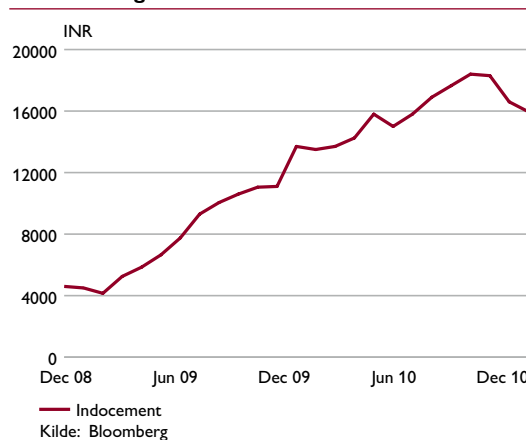
## Indocement – et spændende selskab i porteføljen

Landet har længe haft et stort behov for udbygning af deres infrastruktur, hvilket i en årrække er blevet forhindret grundet mangelfuld effektivering og skuffelser blandt skiftende regeringer. En løsning på dette problem er dog på vej, idet en ny lov om netop ekspropriation, forventes vedtaget i første halvår af 2011. At lovens vedtagelse har betydning fik vi bekræftet gennem et møde med et af landets største cementselskaber, Indocement, som er en af investeringerne i Carnegie WorldWide/Asien. Selskabet forventer, at cementefterspørgslen vil stige fra ca. 8% til ca. 20% om året, hvis det lykkes for den siddende regering at få gang i infrastrukturinvesteringerne. Regeringen har desuden netop øget infrastrukturbudgettet for 2011 med 28% til 13,5 mia. USD, et område som vi ligeledes er eksponeret til gen-

nem vores investering i Indocement. Selskabet er en af de tre største aktører på det indonesiske cementmarked. Disse tre aktører besidder 90% af landets cementmarked.

Nedenfor ses kursudviklingen for Indocement gennem de seneste to år.

Kursudvikling Indocement



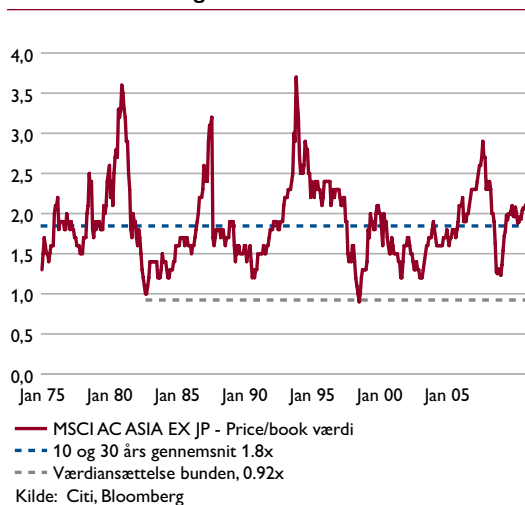
## ASEAN i positiv udvikling

Udover det store fremtidige vækstpotentiale, ser de fundamentale økonomiske balancer i ASEAN sunde ud, i særdeleshed når man sammenligner med mange af de problemer vi har i vesten. Regionens lande fik lært en hel del af Asienkrisen i 1997, og de makroøkonomiske balancer fra dengang er ændret, fra en kritisk betragtning til at være "klassens duks". De internationale ratingbureauer har løbende opjusteret landenes kredit-ratings, hvilket har medført lavere renter og begunstiget såvel forbruget som investeringslysten.

## Asien – attraktivt prisfastsat

Asien i sin helhed, har med få undtagelser næsten kontinuerligt outperformat resten af verden, siden bunden i forbindelse med udbruddet af SARS (lungetyfus) i 2003. På trods heraf, er værdiansættelsen overordnet set, kun marginalt over sit eget 35-årige gennemsnit målt på P/B (pris i forhold til bogført værdi), dvs. ca. 1.8x, hvilket er illustreret i figuren nedenfor. Også i sammenligning med de globale markeder synes værdiansættelsen at være ganske rimelig og kun marginalt dyrere, uanset parametre, eftersom Asien ekskl. Japan genererer en bedre indtjeningsvækst, cyklisk set, som følge af regionens stålfaste og fundamentale trends. Asien handler pt. med en P/E på ca. 12,8 med en forventet indtjeningsvækst i 2011 på 17%. Hertil kommer, at selskabernes finansielle gearing, generelt ligger på et lavere niveau end resten af verden.

Pris i forhold til bogført værdi



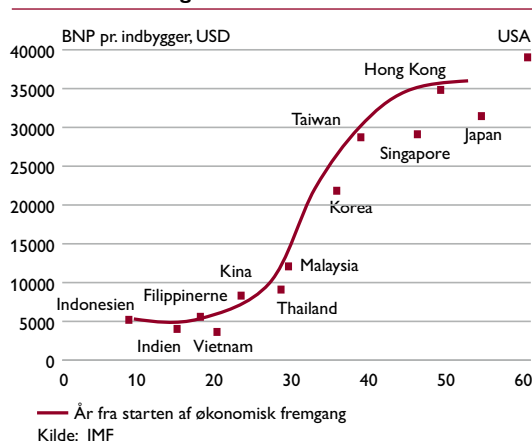
Fremadrette har vi derfor forsat stor tiltro til Asien ekskl. Japan som konsekvens af de bæredygtige fundamentale trends, den høje finansielle status blandt forbrugere, virksomheder og stater. Herunder henhører globale virksomheder med en relativ høj eksponering til regionen eller hvor der opleves høj vækstandel fra Asien. Ydermere vil der i takt med regionens fremgang opstå nye store velrenommerede asiatiske selskaber, hvis vækst vil være mange gange større end regionen selv, hvilket betyder, at der vil opstå en række

mindre og mellemstore virksomheder, hvis værdi vil mange-dobles.

## Det hele er først lige begyndt

At den asiatiske transformation er af længerevarende karakter, og derfor vil influere på den globale økonomi fremover, afspejles af figuren nedenfor. Som det ses, befinder alle de folkerige asiatiske lande, dvs. Kina, Indien, Indonesien, Filippinerne, Thailand og Vietnam sig i den nederste del af kurven på figuren nedenfor, mens de mere udviklede lande som Singapore, Hongkong, Korea og Taiwan placerer sig i den øvre del. Dermed er der stadig mere end 3 mia. mennesker, der ikke for alvor har taget andel i Asiens frem-march, men for hvem aspirationen stadig lever. Alene omfanget tilsiger, at den globale økonomi vil blive forvandlet signifikant i årene fremover.

S-kurven illustrerer niveauet for den økonomiske vækst i befolkningen



## Hvis du vil vide mere om Asien

Såfremt du ønsker at vide mere om Asien, er du velkommen til at kontakte os på [cww@cww.dk](mailto:cww@cww.dk) eller på telefon 35 46 35 46. Du kan også kontakte en af vores rådgivere i Carnegie Asset Management:

Henrik Budde Gantzel - telefon 35 46 35 43.

Kim Dalsgaard - telefon 35 46 35 42.

Hasse Nelson - telefon 35 46 35 19.

