

## JAPAN EQUITIES

# MÁS ALLÁ DEL REPUNTE DEL VALOR EN JAPÓN



**Richard Kaye**

Analista / Gestor de Carteras



**Chantana Ward**

Analista / Gestora de Carteras



*En los últimos años, la atención de los inversores en Japón se ha desplazado hacia acciones cíclicas, incluyendo los sectores automovilístico, de materias primas y servicios financieros. Estas acciones han mostrado un sólido rendimiento gracias a un yen históricamente débil y al anterior aumento de los tipos de interés a nivel global. En Comgest, creemos que las empresas japonesas expuestas a tendencias de crecimiento estructural, como la digitalización, el envejecimiento de la población y el auge de la clase media en Asia, dependen menos de los ciclos económicos a corto plazo y tienen mayor potencial para ofrecer rentabilidades sostenibles a largo plazo.*

### NO DEJES QUE EL VALOR TE DISTRAIGA DE LA CALIDAD

Japón es mundialmente reconocido por la riqueza de sus exportaciones culturales. Desde el sushi y el ramen hasta el anime y los videojuegos, los productos japoneses siguen innovando y cautivando a los consumidores. Las empresas japonesas son sinónimo de eficiencia, fiabilidad y avance tecnológico. A pesar de que tanto empresas como consumidores utilizan productos japoneses a diario, en Comgest consideramos que Japón sigue siendo un mercado ampliamente incomprendido por los inversores. Las compañías japonesas suelen recibir menos cobertura analítica que sus homólogos en Estados Unidos y Europa.

Como resultado, creemos que los inversores tienden a seguir la corriente cuando se trata de invertir en Japón. Desde mediados de 2021, el sentimiento del mercado en Japón se ha inclinado hacia los llamados sectores de valor, que incluyen productos cíclicos como automóviles, materias primas y bancos.

Desde nuestra perspectiva, esta tendencia refleja una falta de investigación y atención por parte de los inversores en Japón. Consideramos que el reciente repunte del valor no ha sido impulsado por la calidad o los fundamentos de las empresas, sino por un yen débil y la alta liquidez asociada a las acciones cíclicas, como se muestra en la figura 1.

En Comgest, buscamos empresas globales que dominen mercados altamente concentrados. Nuestro objetivo es construir carteras con empresas que posean ventajas competitivas, altas barreras de entrada y poder de fijación de precios, características que consideramos que les permiten crecer sosteniblemente sus beneficios. Como inversores en crecimiento de calidad a largo plazo, solemos evitar los sectores cíclicos. Nuestra experiencia nos ha demostrado que los fundamentos

de las empresas detrás de los repuntes cíclicos tienden a ser débiles y demasiado dependientes de las condiciones macroeconómicas. Nuestra estrategia de renta variable japonesa se apoya en varios motores de crecimiento a largo plazo, como la digitalización, el envejecimiento de la población mundial, las mejoras en productividad y el auge de la clase media en Asia.

**Figura 1. Comparación entre Topix Growth/Topix Value y USD/JPY**



El rendimiento pasado no es indicativo de retornos futuros. Los rendimientos pueden aumentar o disminuir como resultado de las fluctuaciones en los tipos de cambio. Fuente: Datos de FactSet a fecha de 30-Nov-2024, expresados en moneda local. Índices: Topix Growth, Topix Value, Topix. Los índices se utilizan únicamente con fines comparativos y la estrategia no busca replicarlos.

## DEL PAPEL A LO DIGITAL

A pesar de su reputación como líder tecnológico, Japón ha sido un adoptante tardío de los métodos de pago sin efectivo.<sup>1</sup> El país ha mantenido una sociedad basada en el uso de efectivo mucho más tiempo que otras economías desarrolladas. En 2018, el Ministerio de Economía, Comercio e Industria de Japón (METI) publicó el informe "Cashless Vision", un plan de medidas destinadas a alcanzar un 40 % de pagos sin efectivo para 2025.<sup>2</sup> Según METI, los pagos sin efectivo en Japón han aumentado del 13,2 % en 2010 al 39,3 % en 2023.<sup>3</sup>



Creemos que la transición gradual de Japón hacia los pagos sin efectivo representa una oportunidad de crecimiento a largo plazo para los inversores. **GMO Payment Gateway**, la mayor empresa de pagos sin efectivo del país, ofrece a las compañías una amplia gama de servicios de pago digital, incluyendo terminales de pago en tiendas y tecnología para nóminas digitales. Fundada en 1995, la empresa ha logrado un crecimiento constante de ingresos y beneficios durante los últimos 19 años.<sup>4</sup> GMO Payment Gateway ha logrado alcanzar de manera constante sus objetivos de crecimiento de beneficios desde 2005, a pesar de haber enfrentado desafíos como la crisis financiera global de 2008-2009, el terremoto de Fukushima en 2011 y la pandemia de COVID-19.<sup>4</sup>

El modelo de ingresos de GMO Payment Gateway sigue un enfoque escalonado, dirigido a empresas de todos los tamaños. La compañía genera ingresos a través de ventas iniciales de terminales de pago, cargos

<sup>1</sup> Lewis, Leo. "Cash Is No Longer King in Japan as Use of Coins Drops Sharply" Financial Times, 11-Jul-2023.

<sup>2</sup> Kutty, Naoko, and Naoko Tochibayashi. "How Japan Is Moving towards a Cashless Society with Digital Salary Payments." World Economic Forum, 20-Sept-2024.

<sup>3</sup> "2023 Ratio of Cashless Payment Among the Total Amount Paid by Consumers Calculated." Japanese Ministry of Economy, Trade and Industry, 29-Mar-2024.

<sup>4</sup> GMO Payment Gateway. "Financial Results Briefing for FY2024." GMO Payment Gateway, 13-Nov-2024.

fijos recurrentes, comisiones por volumen de transacciones y comisiones por valor de transacción.<sup>4</sup> En nuestra opinión, la aceleración de la transición de Japón hacia los pagos sin efectivo podría beneficiar en los próximos años a proveedores de soluciones digitales consolidados, como GMO Payment Gateway.

### ACELERANDO LA AUTOMATIZACIÓN

El milagro económico japonés, que tuvo lugar entre los años 60 y principios de los 90, consolidó la reputación del país como un referente en innovación y exportaciones de alta calidad, especialmente en los sectores automovilístico y tecnológico.<sup>5</sup> Muchas de las principales empresas japonesas de aquella época adoptaron el kaizen, una filosofía empresarial basada en la mejora continua, la eficiencia y la calidad.<sup>6</sup> Este enfoque, impulsado por gigantes industriales como Toyota,<sup>7</sup> destaca la importancia de mantener una visión a largo plazo, identificar las causas raíz de las ineficiencias, acelerar la innovación y reducir el desperdicio.



El impulso de Japón por **mejorar la productividad y la calidad en la manufactura** llevó al país a ser **pionero en la adopción de la robótica y la automatización**.<sup>8</sup> Hoy en día, factores como el **envejecimiento de la población, la disminución de la participación en la fuerza laboral y las bajas tasas de inmigración** han **acelerado aún más la demanda de soluciones de automatización**. Keyence, uno de los principales fabricantes de **equipos de automatización industrial**, es un claro ejemplo de la **amplia experiencia de Japón en este campo**. Fundada en **1974**, la compañía suministra a los fabricantes **sensores, láseres y sistemas de medición esenciales** para automatizar procesos en fábricas.

Keyence se define como una **empresa basada en el conocimiento**, con un equipo de consultores que trabajan directamente con los proveedores para desarrollar **sensores de última generación**, capaces de detectar **errores microscópicos en las líneas de ensamblaje** que podrían suponer **costos de tiempo y dinero para los fabricantes**. A medida que las fuerzas laborales envejecen y los procesos se automatizan, creemos que **Keyence** estará en una posición privilegiada para proporcionar soluciones que permitan a sus clientes mantener **fábricas operando con máxima eficiencia**.

### CUBRIENDO LA ESCASEZ DE MANO DE OBRA EN UNA SOCIEDAD QUE ENVEJECE

A medida que la población mundial envejece y las tasas de natalidad disminuyen, muchos países enfrentarán escasez de mano de obra. Japón, cuya población ha estado en declive constante desde 2009, ofrece un adelanto del futuro al que podrían enfrentarse otras naciones.<sup>9</sup> El envejecimiento de la población y la baja tasa de natalidad han provocado una significativa escasez de trabajadores, con un 51 % de las empresas reportando falta de empleados en mayo de 2024.<sup>10</sup> Por su parte, el gobierno japonés ha pronosticado que la fuerza laboral del país disminuirá en un 12 % entre 2022 y 2024.<sup>11</sup> Además, se estima que para 2040 Japón enfrentará una escasez de casi un millón de trabajadores



<sup>5</sup> Crawford, Robert. "Reinterpreting the Japanese Economic Miracle." *Harvard Business Review*, February 1998.

<sup>6</sup> Kerbache, Laoucine. "Kaizen: We Can See Clearly Now!" HEC Paris, 15-May-2012.

<sup>7</sup> "What Is Kaizen and How Does Toyota Use It?" Toyota, 31-May-2013.

<sup>8</sup> Deng, Liuchun, Minako Fujio, Xin Lin, and Rui Ota. "Labor Shortage and Early Robotization in Japan." *Economics Letters*, December 2023.

<sup>9</sup> Yokoyama, Erica. "Japan's Population Falls at Record Rate." *Time*, 25-July-2024.

<sup>10</sup> Inoue, Yukana. "Japan's Labor Crunch Persists despite Slight Improvement." *The Japan Times*, 6-May-2024.

<sup>11</sup> Oi, Mariko. "Can AI Help Solve Japan's Labour Shortages?" *BBC News*, 19-Apr-2024.

extranjeros, la cifra necesaria para cumplir con sus objetivos de crecimiento económico.<sup>12</sup> **Recruit Holdings**, la agencia de empleo japonesa que opera plataformas de búsqueda de empleo como Glassdoor e Indeed, está aprovechando la tecnología para conectar candidatos cualificados con empleadores tanto en Japón como en el extranjero. Fundada en 1960, es una de las empresas de recursos humanos más antiguas y grandes de Japón.

Para hacer frente a la reducción de su fuerza laboral, Japón está recurriendo a mujeres y trabajadores extranjeros, dos grupos que históricamente han sido marginados en el mercado laboral japonés. Desde nuestra perspectiva, Recruit Holdings puede desempeñar un papel clave en la cobertura de vacantes, facilitando la integración de candidatos no tradicionales, como mujeres y trabajadores extranjeros, en el mercado laboral.

Si bien Japón ha mejorado su tasa de empleo femenino del 60,7 % en 2012 al 72,4 % en 2022,<sup>13</sup> creemos que Recruit Holdings puede seguir identificando talento infrautilizado y conectar mujeres cualificadas con empleadores, contribuyendo así a aliviar la escasez de mano de obra en el país.

### ASEGURANDO SEMICONDUCTORES DE VANGUARDIA

Los chips informáticos son la columna vertebral de la economía global, impulsando una amplia variedad de productos, desde ordenadores y smartphones hasta automóviles y dispositivos médicos. Estos chips, compuestos por miles de millones de transistores —interruptores diminutos más pequeños que un virus e invisibles al ojo humano—, son fundamentales para la tecnología moderna.<sup>14</sup> En 1965, el cofundador de Intel, Gordon Moore, predijo que el número de transistores en un chip se duplicaría cada dos años, una observación conocida como la "Ley de Moore".<sup>15</sup> Este principio ha guiado la búsqueda incesante de chips más pequeños y potentes durante más de seis décadas. El auge de la inteligencia artificial, la conectividad 5G y los dispositivos del Internet de las Cosas (IoT) ha intensificado aún más la demanda de mayor capacidad de procesamiento y chips más compactos. Como consecuencia, los fabricantes de semiconductores requieren equipos altamente especializados que garanticen una precisión de diseño a escala nanométrica.



Pocas empresas en la cadena de valor de los semiconductores han logrado mantener el ritmo de la Ley de Moore y la creciente demanda de chips cada vez más pequeños. **DISCO**, un fabricante japonés especializado en equipos para las etapas finales del proceso de fabricación de semiconductores, se ha consolidado como un actor clave en la industria. En estas fases finales, donde el proceso de fabricación es altamente costoso, la presencia de una partícula microscópica o un error de producción puede hacer que un chip quede inutilizable.<sup>14</sup> DISCO desarrolla una amplia gama de equipos diseñados para garantizar precisión y limpieza, incluyendo rectificadoras, sierras de corte, cuchillas de corte y almohadillas de pulido.<sup>16</sup>

<sup>12</sup> Komiya, Kantaro. "Japan Faces Shortage of Almost a Million Foreign Workers in 2040." Reuters, 4-Jul-2024.

<sup>13</sup> Jones, Randall S. "Addressing Demographic Headwinds in Japan: A Long-Term Perspective." OECD, 2024.

<sup>14</sup> Rodgers, Lucy, Dan Clark, Sam Joiner, Bob Haslett, Irene de la Torre Arenas, and Sam Learner. "Inside the Miracle of Modern Chip Manufacturing." Financial Times, 28-Feb-2024.

<sup>15</sup> Tardi, Carla. "What Is Moore's Law and Is It Still True?" Investopedia, 2-Apr-2024.

<sup>16</sup> "Product Information." DISCO Corporation. Accessed 3-Jan-2025.

Fundada en 1937 como fabricante de piedras de amolar, DISCO ha evolucionado hasta convertirse en el líder global en equipos para la fase final de la producción de semiconductores, con una cuota de mercado del 80 %.<sup>17</sup> Al cierre de 2024, la industria mundial de semiconductores creció un 19,0 % interanual, alcanzando un total de 627.000 millones de dólares en ventas.<sup>17</sup> Desde nuestra perspectiva, la posición dominante de DISCO en las etapas finales del proceso de fabricación de semiconductores la coloca en una posición privilegiada para beneficiarse de futuros avances tecnológicos y del aumento en la demanda de potencia informática. A pesar de las crecientes tensiones geopolíticas entre China y Estados Unidos, creemos que el papel de DISCO dentro de la cadena de valor de los semiconductores es difícil de desafiar, debido a su base de clientes diversificada. A diferencia de otros fabricantes de equipos para la producción de semiconductores, el mayor cliente de DISCO representa solo el 5 % de sus ventas totales, lo que reduce significativamente el impacto potencial de sanciones o medidas comerciales.<sup>17</sup>

Figura 2. Rendimiento relativo: "crecimiento" vs. "valor"



El rendimiento pasado no es indicativo de retornos futuros. Los rendimientos pueden aumentar o disminuir como resultado de las fluctuaciones en los tipos de cambio. Fuente: Datos de FactSet a fecha de 30-Nov-2024, expresados en moneda local. Índices: MSCI AC World Growth Index, MSCI AC World Value Index, MSCI Japan Growth Index, MSCI Japan Value Index. Los índices se utilizan únicamente con fines comparativos y la estrategia no busca replicarlos.

## EL ACTO FINAL

A nivel global, las **acciones de valor** están teniendo un rendimiento inferior, con **Japón** como una de las **pocas excepciones** (ver **figura 2**). Creemos que las **acciones de crecimiento** están **mejor posicionadas** para ofrecer un crecimiento **sostenido** de beneficios a largo plazo, en comparación con las **empresas cíclicas**, cuyo rendimiento está **atado a los ciclos económicos a corto plazo**.

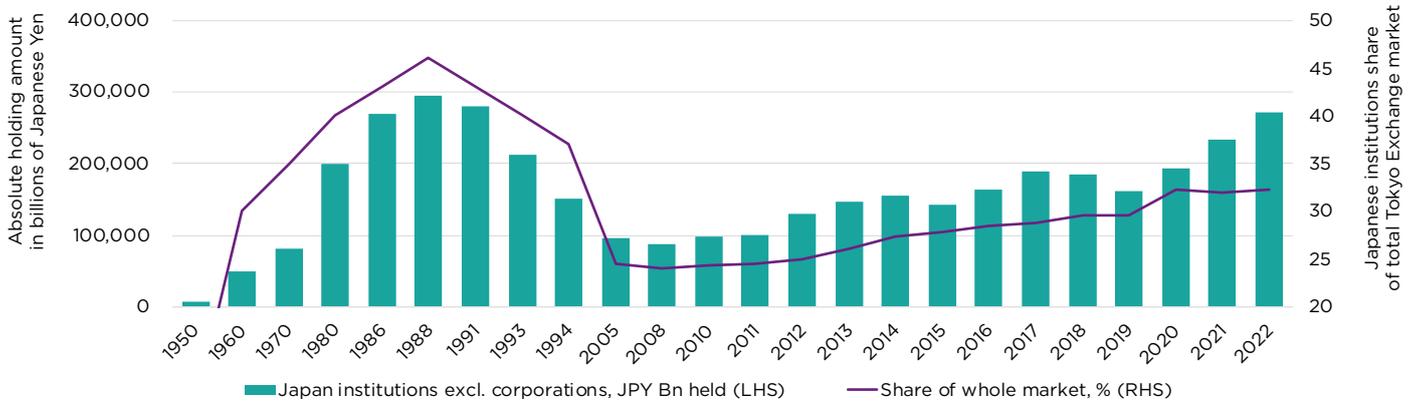
Ya existen señales de que los inversores **están empezando a darse cuenta** de que el repunte de las **acciones de valor** comienza a desvanecerse. El **resurgimiento del inversor japonés**, por ejemplo, es un **desarrollo positivo** para inversores en **crecimiento de calidad**, como **Comgest**. Las **instituciones financieras japonesas** han estado comprando más acciones locales y ahora poseen **casi el 40 %**

**del total de la Bolsa de Tokio** (ver **figura 3**). Desde nuestra perspectiva, los inversores japoneses están **mejor posicionados** para identificar **las mejores empresas japonesas**. Creemos que es menos probable que **se interesen por acciones cíclicas**, cuyo crecimiento puede desvanecerse con el tiempo, y más por **compañías con fundamentos sólidos**, capaces de ofrecer **rentabilidades consistentes a largo plazo**.

A pesar del reciente repunte de las acciones de valor en Japón, mantenemos nuestra convicción en que las empresas con atributos de crecimiento de calidad, expuestas a tendencias estructurales como la digitalización, el envejecimiento de la población y el auge de la clase media en Asia, están mejor posicionadas para lograr un sólido crecimiento de beneficios a largo plazo. Si bien el mercado se ha inclinado hacia inversiones de valor a corto plazo, creemos que estos motores de crecimiento estructural seguirán acelerándose en el futuro. Nuestra estrategia de renta variable japonesa continuará filtrando el ruido del mercado, manteniendo un horizonte de inversión a largo plazo y siguiendo nuestro enfoque en crecimiento de calidad.

<sup>17</sup> Comgest interview with company representative, April 2019

Figura 3. Evolución de la base de inversores japoneses desde 1950



Fuente: Tokyo Stock Exchange

### PRINCIPALES RIESGOS

- Invertir conlleva riesgos, incluyendo la posible pérdida del capital invertido.
- El valor de todas las inversiones y los ingresos generados por ellas pueden disminuir, así como aumentar.
- Las variaciones en los tipos de cambio pueden afectar negativamente tanto al valor de la inversión como al nivel de ingresos recibidos.
- Las carteras de Comgest invierten en un número limitado de valores, lo que puede implicar un mayor riesgo en comparación con aquellas que mantienen una diversificación más amplia de inversiones.



#### Richard Kaye - Analista / Gestor de Carteras

Richard Kaye se unió a Comgest en 2009 y es un Analista y Gestor de Carteras con sede en Tokio, especializado en renta variable japonesa. También es miembro del Comité de Inversiones del Grupo Comgest.

Con una amplia experiencia en renta variable japonesa, Richard se convirtió en co-líder de la estrategia de renta variable de Japón de Comgest al unirse al Grupo. Comenzó su carrera en 1994 como Analista en el Banco Industrial de Japón y luego se unió a Merrill Lynch en el mismo rol en 1996. En 2005, se trasladó a Wellington Management Company en Boston como Gestor de Carteras de acciones TMT japonesas.

Richard se graduó de la Universidad de Oxford, donde se especializó en Estudios Orientales.



#### Chantana Ward - Analista / Gestora de Carteras

Chantana Ward se unió a Comgest en 1999 y es Analista y Gestora de Cartera especializada en acciones japonesas. También es miembro no ejecutivo del Consejo de Socios.

Chantana co-dirige carteras dentro de Asia en Comgest, incluyendo estrategias de acciones de Japón, y ha sido una contribuyente importante en el desarrollo de estas estrategias. Con sede en París, viaja regularmente a Japón para investigar empresas y pasar tiempo con los miembros del equipo en Tokio.

Chantana posee un máster en Finanzas de la Zicklin School of Business de Baruch College en Nueva York, así como un diploma dual con The American University of Paris.

## INFORMACIÓN IMPORTANTE - SOLO PARA INVERSORES PROFESIONALES

Uso exclusivo para inversores profesionales.

Este documento ha sido preparado únicamente para inversores profesionales/cualificados y solo puede ser utilizado por estos.

### No constituye asesoramiento en inversiones

Este comentario tiene fines exclusivamente informativos y no constituye asesoramiento en inversiones. No debe considerarse una solicitud de compra ni una oferta de venta de ningún valor. No tiene en cuenta los objetivos de inversión, estrategias, situación fiscal o horizonte de inversión de ningún inversor en particular. Su contenido es incompleto sin la presentación oral proporcionada por los representantes de Comgest.

### No constituye una recomendación de inversión

Cualquier referencia a empresas específicas no debe interpretarse como una recomendación de compra o venta de ningún valor o inversión en particular. Las compañías mencionadas no representan todas las inversiones pasadas y no debe asumirse que las inversiones discutidas han sido o serán rentables, ni que futuras recomendaciones o decisiones de inversión generarán beneficios.

Comgest no proporciona asesoramiento fiscal o legal a sus clientes, por lo que se recomienda encarecidamente que todos los inversores consulten con sus propios asesores fiscales o legales antes de tomar cualquier decisión de inversión.

### No constituye un informe de inversión

La información contenida en este documento no es "investigación de inversión" y se clasifica como "Comunicación de Marketing" de acuerdo con MiFID II. Esto significa que:

- No ha sido preparada conforme a requisitos legales diseñados para promover la independencia de la investigación de inversión.
- No está sujeta a ninguna prohibición sobre operar antes de la difusión de dicha investigación de inversión.

### Aviso sobre rendimiento

El rendimiento pasado no es un indicador fiable de resultados futuros. Las declaraciones, datos o previsiones a futuro pueden no materializarse.

### Aviso sobre marcas e índices

Los nombres de productos, compañías y logotipos mencionados en este documento son marcas registradas o propiedad de sus respectivos dueños.

### Sujeto a cambios sin previo aviso

Todas las opiniones y estimaciones reflejan nuestro juicio a la fecha de este comentario y están sujetas a cambios sin previo aviso. Las posiciones de la cartera mencionadas pueden no estar en cartera en el momento de recibir esta publicación y pueden cambiar sin previo aviso.

### Restricciones sobre el uso de la información

Este comentario y la información contenida en él no pueden reproducirse, republicarse, distribuirse, transmitirse, mostrarse ni explotarse de ninguna manera por terceros sin el consentimiento previo por escrito de Comgest.

### Limitación de responsabilidad

Cierta información contenida en este comentario ha sido obtenida de fuentes que se consideran fiables, pero no se garantiza su exactitud. Comgest no asume ninguna responsabilidad por la precisión o integridad de la información proporcionada.

### Entidad legal y regulaciones

Comgest S.A. es una gestora de carteras regulada por la Autorité des Marchés Financiers, con sede en 17, square Edouard VII, 75009 París.

Comgest Asset Management International Limited es una firma de inversión regulada por el Banco Central de Irlanda y registrada como Asesor de Inversiones ante la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) con sede en 46 St. Stephen's Green, Dublín 2, Irlanda.

Comgest Far East Limited está regulada por la Hong Kong Securities and Futures Commission.

Comgest Asset Management Japan Ltd. está regulada por la Financial Services Agency of Japan y registrada con Kanto Local Finance Bureau (No. Kinsho1696).

Comgest US L.L.C. está registrada como Asesor de Inversiones ante la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC).

Comgest Singapore Pte. Ltd. es una gestora de fondos con licencia y asesora financiera exenta (para inversores institucionales y acreditados), regulada por la Monetary Authority of Singapore.

Los profesionales de inversión mencionados en este documento son empleados de Comgest S.A., Comgest Asset Management International Limited, Comgest Far East Limited, Comgest Asset Management Japan Ltd. o Comgest Singapore Pte. Ltd.

### Para Reino Unido:

Este comentario no ha sido distribuido ni aprobado para los fines de la sección 21 del Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) por una persona autorizada bajo la FSMA. Se comunica únicamente a inversores profesionales conforme al artículo 19(5) de la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 (FPO).

Las inversiones mencionadas están disponibles solo para inversores profesionales y cualquier invitación, oferta o acuerdo de compra solo se realizará con ellos. Cualquier persona que no sea un inversor profesional no debe confiar ni actuar en base a este comentario ni a su contenido.

**Para Australia:**

Comgest Far East Limited está regulada por la Securities and Futures Commission bajo las leyes de Hong Kong, que difieren de las leyes australianas. Comgest Far East Limited está exenta del requisito de poseer una licencia de servicios financieros australianas bajo la Australian Corporations Act en lo que respecta a los servicios financieros que ofrece.

Este comentario está dirigido únicamente a "clientes mayoristas" y no está destinado a inversores minoristas (según la definición de la Australian Corporations Act).

Comgest Singapore Pte. Ltd. está regulada por la Monetary Authority of Singapore bajo las leyes de Singapur, que difieren de las australianas. También está exenta del requisito de poseer una licencia de servicios financieros australianas bajo la Australian Corporations Act en lo que respecta a los servicios financieros que ofrece.

Este comentario está dirigido únicamente a "clientes mayoristas" y no está destinado a inversores minoristas (según la definición de la Australian Corporations Act).

[comgest.com](https://comgest.com)

AMSTERDAM	HONG KONG	SYDNEY
BOSTON	LONDON	TOKYO
BRUSSELS	MILAN	VIENNA
DUBLIN	PARIS	
DUSSELDORF	SINGAPORE	