

China Update

Inländischer Aufschwung gewinnt trotz externen Gegenwinds an Zugkraft

Mai 2025

Investoren haben begonnen, China positiver zu sehen, nachdem die Regierung im September letzten Jahres ihre Unterstützung für die Wirtschaft verstärkt hat. Die inländischen Entwicklungen im Bereich der künstlichen Intelligenz (KI) haben ebenfalls dazu beigetragen, die Marktstimmung zu verbessern. In den letzten Wochen wurden die globalen Märkte – einschließlich der chinesischen Aktienmärkte – jedoch durch chaotische Ankündigungen der USA zu Handelszöllen auf Warenimporte aus aller Welt erschüttert.

Es ist erwähnenswert, dass die meisten unserer Beteiligungen in China auf den heimischen Markt ausgerichtet sind – insgesamt erzielen sie weniger als 10 % ihrer Umsätze in den USA.

Und so bleibt für uns trotz des Lärms um eskalierende Handelskriege weiterhin alles wie gehabt. Wir halten weiterhin Ausschau nach gut geführten Unternehmen, die über starke Marktpositionen, attraktive Wachstumsaussichten und solide Bilanzen verfügen. Wir haben uns mit dem Management unserer Portfoliounternehmen getroffen und neue Ideen in China geprüft. Wir sind weiterhin zuversichtlich, dass hochwertige Unternehmen langfristig eine gute Wertentwicklung erzielen werden, wie sie dies auch in der Vergangenheit getan haben.

Als langfristige Investoren und angesichts unseres Anlagehorizonts von drei bis fünf Jahren oder länger haben wir eine differenziertere Sicht auf die Wachstumsaussichten Chinas. Vor diesem Hintergrund sind wir davon überzeugt, dass die marktorientierten

Reformen der Regierung ein günstiges Umfeld für chinesische Unternehmen schaffen werden, um attraktive Renditen für Investoren zu erzielen.

Beispielsweise hat die Regierung staatliche Unternehmen dazu angehalten, effizienter zu werden und ihre Rentabilität sowie den Total Shareholder Return (TSR) zu verbessern, was den „Value Up“-Programmen in Südkorea und Japan entspricht.¹ Dies führte zu einem Anstieg der Dividenden und Aktienrückkäufe, was die Aktienkurse von staatlichen Unternehmen mit niedrigen Kurs-Buchwert-Bewertungen in die Höhe trieb. Die staatlichen Banken wie die Bank of China, die China Construction Bank und die Industrial and Commercial Bank of China haben sich in diesem Szenario gut entwickelt, und die Nichtberücksichtigung dieser Unternehmen war ein wesentlicher Grund dafür, dass wir im vergangenen Jahr hinter dem breiteren Referenzindex zurückblieben. Wir sind jedoch der Ansicht, dass sie aufgrund ihrer bisherigen geringen Eigenkapitalrendite und ihrer Probleme im Bereich Governance/Ausrichtung als langfristige Investitionen unattraktiv sind.

Darüber hinaus beschränkt sich die wachsende Bedeutung des TSR nicht mehr nur auf staatliche Unternehmen.² Unternehmen aus dem privaten Sektor in unseren China-Portfolios, wie Netease, Shenzhen Mindray und Anta Sports, haben ebenfalls höhere Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe angekündigt. Angesichts der soliden Rentabilität und geringen Verschuldung dieser Unternehmen gehen wir davon aus, dass sie ihren Aktionären auf nachhaltigerer Basis Gewinne ausschütten können. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend zu höheren

1 Quelle: "SOE Profits, Share Value Prioritized." China Daily (January 2024). https://en.sasac.gov.cn/2024/01/31/c_16628.htm

2 Quelle: "Board's new mandate in China: managing market value." The Asian Corporate Governance Association (November 2024). <https://www.acga-asia.org/blog-detail.php?id=92>

Dividenden und Rückkäufen fortsetzen wird, was die Renditen unserer Portfoliounternehmen stützen und die Interessenausrichtung mit den Aktionären verbessern dürfte.

Die inländische Innovation ist ein weiterer struktureller Trend, der die langfristige Wertentwicklung chinesischer Unternehmen begünstigen kann. Das KI-Modell von DeepSeek ist ein Beispiel dafür, wie chinesische Unternehmen sich angepasst und die Branche wohl grundlegend verändert haben, und es ist bezeichnend für die vielen anderen Innovationen in China, die wir beobachtet haben. Dennoch sind wir bestrebt, in Zeiten überhitzter Märkte umsichtig zu agieren. Unternehmen wie Xiaomi und Alibaba legten aufgrund der Begeisterung rund um DeepSeek zu, und dass wir diese nicht im Portfolio hatten, war ein wesentlicher Grund für unsere relative Underperformance in diesem Jahr bis April.

Was wir nicht besitzen

Als wir vor einigen Jahren über den Kauf von Xiaomi nachdachten, waren wir nicht überzeugt, da es sich hauptsächlich um ein Hardware-Unternehmen mit kurzen Produktzyklen und geringen Gewinnmargen handelte. Seitdem hat Xiaomi seinen Fokus verstärkt auf die Entwicklung von Smartphones gelegt und hochwertigere Geräte auf den Markt gebracht, die das Image der Marke aufgewertet haben und vor allem jüngere Generationen ansprechen. Das Unternehmen hat seine Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten auch auf andere Produktsegmente ausgeweitet, darunter Elektrofahrzeuge (EVs) und Haushaltsgeräte. Obwohl es sich um einen hart umkämpften Sektor handelt, in dem das Unternehmen bisher keine Erfahrung hatte und in dem viele Unternehmen in der Vergangenheit gescheitert sind, erzielte die erste Markteinführung eines Elektrofahrzeugs eine starke Verkaufsdynamik und übertraf die Erwartungen.

Wir sind jedoch vorsichtig bei der Prognose der Gewinne von Xiaomi, da sein Elektro-Sportwagen (der „SU7“) erst im März 2024 auf den Markt kam und der schnelle Erfolg auf niedrige Eintrittsbarrieren und potenziell stärkeren Wettbewerb im Elektrofahrzeugsegment hindeuten könnte. Die Bewertungen von Xiaomi sehen derzeit überzogen aus, und wir halten das Risiko-Ertrags-Verhältnis für unattraktiv.

Was Alibaba betrifft, so haben wir vor einigen Jahren gesehen, dass die frühere Dominanz des Unternehmens im E-Commerce aufgrund der intensiven Konkurrenz durch Unternehmen wie Pinduoduo und JD.com geschwächt wurde. Wir haben auch Bedenken hinsichtlich der Unternehmensführung, der Interessenausrichtung der Aktionäre und der zunehmenden Überwachung durch die

Regierung. Wir sind der Meinung, dass sich einige dieser Probleme verbessert haben – das Unternehmen hat seine nicht zum Kerngeschäft gehörenden Vermögenswerte verkauft und den Aktionären beträchtliches Kapital zurückgezahlt, während das jüngste Treffen zwischen Präsident Xi und dem Gründer Jack Ma auf ein günstigeres regulatorisches Umfeld hindeutet.³

Allerdings sind wir hinsichtlich der längerfristigen Ertragsaussichten von Alibaba weiterhin skeptisch. E-Commerce ist nach wie vor der wichtigste Umsatztreiber, und wir bezweifeln, ob das Unternehmen weiterhin gute Ergebnisse erzielen kann, da das Management seinen Fokus auf KI- und Cloud-Entwicklungen verlagert. Die Cloud-Infrastruktur von Alibaba hat noch keine nennenswerte Profitabilität erzielen können und könnte angesichts des Wettbewerbs und der Überkapazitäten in China Schwierigkeiten haben, angemessene Renditen zu erzielen. Ausgehend von unseren bisherigen Beobachtungen schätzen wir dieses Risiko als nicht gering ein. Dennoch beobachten wir beide Unternehmen weiterhin, vor allem nach den jüngsten Entwicklungen.

Generell sind wir davon überzeugt, dass kontinuierliche Innovation ein Zeichen für die Qualität eines Unternehmens ist und einen langfristigen Wettbewerbsvorteil darstellen kann, der zu einem größeren Marktanteil und einer höheren Rentabilität führt. Wir besitzen weitere innovative Unternehmen im Internetbereich wie Tencent und Netease, im Bereich Fabrikautomatisierung Shenzhen Inovance, im Bereich medizinische Geräte Shenzhen Mindray und im Bereich Elektrofahrzeugbatterien Contemporary Amperex Technologies. Selbst in „alten Wirtschaftszweigen“ wie dem Hotel- und Textilgewerbe setzen chinesische Unternehmen wie H World und Shenzhou hochentwickelte Technologien und Geschäftsmethoden ein, um ihre Wettbewerbsfähigkeit zu steigern. Diese Unternehmen haben ihre Kapazitäten kontinuierlich ausgebaut und sind unserer Meinung nach gut positioniert, um langfristig in ihren jeweiligen Branchen erfolgreich zu sein.

Aufkommende Lichtblicke für die Verbrauchernachfrage

Nach mehreren Jahren wirtschaftlicher Herausforderungen hat Chinas Politikwechsel im vergangenen September dem Markt einen dringend benötigten Vertrauensschub gegeben. Im Gegensatz zu früheren Ankündigungen, welche die Investoren enttäuscht hatten, umfasste diese Runde umfangreiche fiskalische Impulse und Subventionen für die Verbraucher, was die Bereitschaft der Regierung signalisierte, ihre Anstrengungen zu verstärken.

3 Quelle: <https://www.theguardian.com/business/2025/feb/17/xi-jinping-meets-alibaba-jack-ma-and-chinese-tech-chiefs-amid-economic-slump>

Während der Gesamtkonsum weiterhin schwach bleibt, verzeichnen einige Unternehmen in unserem Portfolio dank politischer Unterstützung eine verbesserte Nachfrage. Midea und Haier Smart Home, zwei der führenden Haushaltsgerätehersteller in China, haben von den „Trade-In“-Programmen der Regierung profitiert. Obwohl sie in einer ausgereiften Branche agieren, sind wir der Meinung, dass diese beiden Unternehmen aufgrund ihrer renommierten Marke, ihres starken Vertriebs und ihrer Fokussierung auf Premiumprodukte gut positioniert sind, um ihren Marktanteil weiter auszubauen.

Andere Segmente wie Sportbekleidung und Urlaubsreisen verzeichnen eine steigende Nachfrage, ohne dass politische Unterstützung erforderlich ist, was uns zusätzlich optimistisch stimmt. Dies ist zum Teil auf einen Wandel der Lebensgewohnheiten und kulturellen Werte zurückzuführen, da die Chinesen mehr für unvergessliche Erlebnisse wie Camping und Skifahren ausgeben. Anta Sports hat sich unter den Sportbekleidungsunternehmen durch sein robustes Umsatz- und Gewinnwachstum hervorgetan, das von Marken wie Arc'teryx und Descente im Bereich Outdoor-/Wintersport getragen wird.

Wir glauben, dass die Nachfrage nach Urlaubsreisen langfristig weiterhin gesund wachsen wird, angetrieben durch die zunehmende Nutzung sozialer Medien, höhere Erschwinglichkeit und Komfort. Diese Ansicht teilte auch Ji Qi, Gründer und Vorsitzender von H World, bei unserem Treffen im vergangenen Oktober. Als zweitgrößter Hotelkettenbetreiber in China kann das Unternehmen auf eine Erfolgsgeschichte im Aufbau erfolgreicher Marken und starker digitaler Kompetenzen zurückblicken. Wir gehen davon aus, dass es angesichts der stark fragmentierten Hotelbranche in China weitere Marktanteile gewinnen wird.

H World nutzt für über 90 % seines Inlandsgeschäfts ein Franchising-Modell mit geringem Kapitalaufwand. So kann sich das Unternehmen auf den Markenaufbau und das Marketing konzentrieren, während es die Kapitalinvestitionen (vor allem den Kauf und die Erschließung von Immobilien) und das Tagesgeschäft an seine Franchisenehmer abgibt. Diese Franchisenehmer zahlen wiederum regelmäßige Gebühren an das Unternehmen. Dieses Modell führt zu schlankeren Kostenstrukturen und niedrigeren Zimmerpreisen bei attraktiven Gewinnmargen und einer stabilen Cashflow-Generierung. Unserer Erfahrung nach verstärken sich solche Vorteile im Laufe der Zeit in einem sogenannten „Flywheel-Effekt“.

Herr Ji gründete H World im Jahr 2007, nachdem er Mitbegründer und CEO von Trip.com, einem führenden Online-Reiseanbieter, war. Obwohl er keine klassische Hotelerfahrung besaß, brachte er frischen Wind in eine etablierte Branche und schaffte kostspielige

Einrichtungen ab, die er für überflüssig hielt, darunter Ballsäle, Restaurants und Swimmingpools. Stattdessen konzentrierte er sich auf das, was er für seine Gäste als am wichtigsten erachtete – ein sauberes und komfortables Zimmer in guter Lage zu einem angemessenen Preis.

Ausgehend von seinem technologischen Hintergrund führte er automatisierte Check-in-Systeme, Echtzeit-Preisänderungen bei Buchungen und Lieferroboter für Zimmerservice-Bestellungen ein. Diese Merkmale führten zu dem branchenweit niedrigsten Verhältnis zwischen Personal- und Raumkosten. Er führte außerdem ein kostenpflichtiges Treueprogramm ein, das dazu beitrug, neue Kunden zu gewinnen und bestehende Kunden zu binden, während gleichzeitig Drittanbieter umgangen wurden. Basierend auf unserem Research zu internationalen Hotelketten wie Marriott und Hilton sind wir der Meinung, dass Hotel-Mitgliedschaftsprogramme sehr effektiv sind, um Stammkunden zu gewinnen. Wenn Kunden Mitgliedschaftspunkte sammeln, werden sie tendenziell weniger preisbewusst und loyaler gegenüber der Marke.

Unser Treffen mit Herrn Ji hat uns in unserer Überzeugung bestärkt, dass wir in guten Händen sind. Er wirkte sehr bodenständig, verantwortungsbewusst und ambitioniert. Das Unternehmen investiert in die nächste Wachstumsphase durch Premium-Marken, Expansion in kleinere Städte und höhere Servicestandards. Herr Ji wirkte sehr engagiert und konzentrierte sich auf den langfristigen Aufbau des Unternehmens – er sprach davon, Franchisenehmer zu treffen, Wettbewerber zu analysieren und Städte in unteren Marktregionen zu besuchen.

Auch sein Führungsstil war erfrischend – er gab sich nicht wichtig, sprach offen über seine Fehler in der Vergangenheit und lud seine Kollegen am Tisch ein, sich zu äußern. Angesichts der enttäuschenden Übernahme der deutschen Hotelgruppe Deutsche Hospitality (DH) schloss er künftige Akquisitionen aus und erklärte, man werde sich künftig auf das Franchising konzentrieren, um weiteres Wachstum zu erzielen. Dadurch sollten liquide Mittel für eine hohe Dividendenausschüttung (zur Stützung der Dividendenrendite von 3 %) sowie für Pläne zur Rückzahlung von 2 Mrd. USD an die Anleger in den kommenden Jahren verfügbar sein.

In einem schwierigen globalen Umfeld sollten auf den heimischen Markt fokussierte Unternehmen wie H World relativ unempfindlich gegenüber externen Schocks sein. Angesichts der anhaltenden Verlagerung der chinesischen Wirtschaft hin zum Inlandsverbrauch gehen wir davon aus, dass die Markenhotels von H World Marktanteile gewinnen und von den steigenden Ausgaben für Reisen und Freizeitaktivitäten profitieren werden.

Begrenzte grundlegende Auswirkungen der US-Handelszölle

Die geopolitische Lage könnte die Stimmung der Anleger weiterhin belasten, doch wir gehen davon aus, dass die Auswirkungen auf die meisten Unternehmen in unserem Portfolio begrenzt sein werden. Trotz des seit 2016, als Trump seine erste Amtszeit antrat, zunehmenden Protektionismus der USA sind Chinas Exporte dank der Nachfrage aus Europa und Südostasien weiter gewachsen.⁴ Darüber hinaus haben chinesische Unternehmen ihre Produktion und ihren Vertrieb auf neue Standorte ausgeweitet.

Ein Paradebeispiel für diesen Trend ist Shenzhou, ein führender Auftragshersteller von Sport- und Freizeitbekleidung. Die größten Kunden sind globale Marken wie Nike, Adidas, Puma und Uniqlo, die zusammen mehr als 80 % des Umsatzes von Shenzhou ausmachen. Nach dem Eintritt in den kambodschanischen Markt im Jahr 2005 und in den vietnamesischen Markt im Jahr 2014 befindet sich mittlerweile mehr als die Hälfte der Produktion außerhalb Chinas, während die chinesischen Fabriken hauptsächlich den heimischen Markt und Nachbarländer wie Japan und Südkorea beliefern.

Wir sind seit über 10 Jahren Aktionäre von Shenzhou, da wir von der Qualität des Managements, dem Franchise-Modell und der Nachhaltigkeitspraktiken des Unternehmens überzeugt sind. Die Unternehmensleitung kann auf eine Reihe erfolgreicher strategischer Entscheidungen zurückblicken, die dazu beigetragen haben, dass das Unternehmen zu einem Marktführer geworden ist. Als das Unternehmen 2005 an die Börse ging, verlagerte es angesichts des Wachstumspotenzials den Schwerpunkt von Freizeitbekleidung auf Sportbekleidung. Trotz steigender Arbeitskosten in den letzten zwei Jahrzehnten hat das Unternehmen seine Gewinnmargen durch Effizienzsteigerungen aufrechterhalten und damit die Anpassungsfähigkeit des Managements unter Beweis gestellt.

Durch die vertikale Integration kontrolliert Shenzhou alle Phasen des Produktionsprozesses, was eine Qualitätskontrolle, kürzere Produktionszeiten und höhere Margen als bei Mitbewerbern ermöglicht. Das Unternehmen investiert kontinuierlich in Forschung und Entwicklung, um seine Gewebetechnologien und Fertigungskapazitäten zu verbessern. So wurden beispielsweise hochentwickelte Stoffe mit Eigenschaften wie Feuchtigkeitstransport und Temperaturregulierung entwickelt, die für Kunden aus den Bereichen Sportbekleidung und Athleisure interessant sind. Diese Fähigkeiten haben Shenzhou zu einem zuverlässigen

Partner seiner Kunden bei der Entwicklung neuer Produkte gemacht und das Unternehmen von anderen Herstellern abgehoben.

Im Bereich Nachhaltigkeit suchen wir nach Managementteams, die wirklich daran interessiert sind, Standards zu verbessern. Im Fall von Shenzhou scheinen die Fürsorge für die Mitarbeiter und die Umwelt fest in der Unternehmenskultur verankert zu sein. Das Unternehmen ist dafür bekannt, seine Mitarbeiter gut zu behandeln, mit angenehmen Arbeitsbedingungen, überdurchschnittlicher Vergütung und weiteren Sozialleistungen (wie Gesundheitsversorgung und Ausbildung für die Kinder der Mitarbeiter). Dies hat zu einer niedrigen Fluktuationsrate geführt, die weit unter dem Branchendurchschnitt liegt, was in einer arbeitsintensiven Branche (Shenzhou beschäftigt rund 100.000 Mitarbeiter) einen Wettbewerbsvorteil darstellt.

Die Vorteile von Shenzhou haben sich im Laufe der Zeit kontinuierlich verstärkt, während sich die Gewinne seit unserem ersten Kauf der Aktien Anfang 2013 verdreifacht haben. In den letzten Jahren stellten die Covid-Lockdowns und hohe Rohstoffpreise eine Herausforderung dar, aber das Geschäft scheint wieder an Fahrt zu gewinnen. Das Gesamtauftragswachstum von Shenzhou war 2024 solide, was auf Marktanteilsgewinne bei seinen Kunden zurückzuführen ist. Der Umsatz stieg im Vergleich zum Vorjahr um 15 %, während der Nettogewinn um 37 % zulegen.

Ähnlich wie Anta Sports hat Shenzhou von der robusten Nachfrage nach Sportbekleidung in China profitiert, die auf ein steigendes Gesundheitsbewusstsein und einen aktiveren Lebensstil zurückzuführen ist. Wir sind der Meinung, dass der Markt diesen Trend übersehen hat, was vielleicht auf den globalen Charakter des Unternehmens (und seiner größten Kunden) zurückzuführen ist. Die Bewertungen bleiben aufgrund von Bedenken hinsichtlich der schwachen Endnachfrage des Hauptkunden Nike und der US-Handelszölle nahe dem Zehnjahrestief.

Die gesamte Abhängigkeit von Shenzhou vom US-Markt betrug jedoch nur 16 % seines Gesamtumsatzes im Jahr 2024, gegenüber 28 % vom heimischen Markt. Die Aufträge von chinesischen Unternehmen wie Anta und Li Ning nehmen rapide zu, was dazu beitragen dürfte, mögliche Gegenwinde auf den Überseemärkten auszugleichen. Wenn die Aufträge der „großen Vier“ zurückgehen, kann Shenzhou neue Kunden gewinnen, um die verfügbaren Kapazitäten auszulasten. Zu den jüngsten Neuzugängen zählen Lululemon und Ralph Lauren, deren Aufträge attraktive Margen und Renditen erzielt haben. Insgesamt sahen wir den schwachen Aktienkurs von Shenzhou als Kaufgelegenheit und haben unsere Position aufgestockt.

Allerdings beobachten wir die Auswirkungen der US-Handelszölle auf die Weltwirtschaft und die Stimmung der Verbraucher. Angesichts der derzeitigen Unsicherheit versuchen wir nicht, Prognosen abzugeben. Die Auswirkungen auf die chinesische Wirtschaft werden von der Stärke der Konjunkturerholung im Inland und dem Ausgang der Zollverhandlungen abhängen. Bis vor kurzem hat sich die chinesische Regierung mit aggressiven Konjunkturmaßnahmen zurückgehalten, wahrscheinlich in Erwartung eskalierender Handelskonflikte. Dies deutet darauf hin, dass es Spielraum für eine sinnvollere Unterstützung des Konsums gibt, sollten sich die externen Gegenwinde verstärken.

Fazit und Ausblick

Nach einigen schwierigen Jahren sehen wir nun erste Anzeichen für eine gesunde Nachfrage in ausgewählten, auf den heimischen Markt ausgerichteten Sektoren. Die Regierung stellt Unternehmen und Verbrauchern mehr Unterstützung zur Verfügung, möglicherweise als Reaktion auf die zunehmenden geopolitischen Spannungen. Durch jahrelange Investitionen in Forschung und Entwicklung sowie in Lieferketten sind chinesische

Unternehmen auf dem globalen Markt wettbewerbsfähiger geworden. All dies sind Gründe, die langfristigen Aussichten für chinesische Aktien positiver zu bewerten.

Andererseits haben die jüngsten Nachrichten über gegenseitige Zölle der USA angesichts des Umfangs und der Breite der Zölle die Unsicherheit hinsichtlich der Aussichten erhöht. Wir maßen uns nicht an, das Endergebnis der globalen Handelsdisruptionen zu kennen, noch versuchen wir, solche Ergebnisse vorherzusagen. Doch gerade in Zeiten wie diesen kommt die konservative Herangehensweise, mit der wir unsere Portfolios verwalten, zum Tragen.

Als Bottom-up-Investoren konzentrieren wir uns weiterhin auf die Auswahl gut geführter Unternehmen mit kompetenten Führungskräften, starken Marktpositionen, attraktivem Gewinnwachstum und soliden Bilanzen. Unser Portfolio ist auf die strukturellen Trends ausgerichtet, die die chinesische Wirtschaft prägen: Innovation, Nachhaltigkeit und steigende Shareholder Returns. Insgesamt gehen wir davon aus, dass unsere Beteiligungen an marktführenden Unternehmen, die von langfristigen Wachstumstrends profitieren und durch steigende Einkommen gestützt werden, in dieser Phase wahrscheinlich robust bleiben werden.

Quelle: Unternehmensdaten aus Jahresberichten des Unternehmens oder anderen ähnlichen Investorenberichten. Finanzkennzahlen und Bewertungen stammen von FactSet und Bloomberg. JapStand: 30. April 2025 oder wie anderweitig angegeben.

Important Information

This document has been prepared for informational purposes only and is only intended to provide a summary of the subject matter covered. It does not purport to be comprehensive or to give advice. The views expressed are the views of the writer at the time of issue and may change over time. This is not an offer document and does not constitute an offer, invitation or investment recommendation to distribute or purchase securities, shares, units or other interests or to enter into an investment agreement. No person should rely on the content and/or act on the basis of any material contained in this document.

This document is confidential and must not be copied, reproduced, circulated or transmitted, in whole or in part, and in any form or by any means without our prior written consent. The information contained within this document has been obtained from sources that we believe to be reliable and accurate at the time of issue but no representation or warranty, express or implied, is made as to the fairness, accuracy, or completeness of the information. We do not accept any liability whatsoever for any loss arising directly or indirectly from any use of this document.

References to "we" or "us" are references to First Sentier Investors a member of Mitsubishi UFJ Financial Group (MUFG), a global financial group. Certain of our investment teams operate under the trading names FSSA Investment Managers, Stewart Investors, and Igneo Infrastructure Partners, all of which are part of the First Sentier Investors group. MUFG and its subsidiaries do not guarantee the performance of any investment or entity referred to in this document or the repayment of capital. Any investments referred to are not deposits or other liabilities of MUFG or its subsidiaries, and are subject to investment risk including loss of income and capital invested.

If this document relates to an investment strategy which is available for investment via a UK UCITS but not an EU UCITS fund then that strategy will only be available to EU/EEA investors via a segregated mandate account.

In the United Kingdom, issued by First Sentier Investors (UK) Funds Limited which is authorised and regulated in the UK by the Financial Conduct Authority (registration number 143359). Registered office Finsbury Circus House, 15 Finsbury Circus, London, EC2M 7EB number 2294743.

In the EEA, issued by First Sentier Investors (Ireland) Limited which is authorised and regulated in Ireland by the Central Bank of Ireland (registered number C182306). Registered office: 70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, Ireland number 629188. Outside the UK and the EEA, issued by First Sentier Investors International IM Limited which is authorised and regulated in the UK by the Financial Conduct Authority (registered number 122512). Registered office: 23 St. Andrew Square, Edinburgh, EH2 1BB number SC079063.