

## 基金經理季度回顧

# 首域盈信全球新興市場股票

現在，會變化的不只是病毒。一如以往，我們將簡單介紹今期客戶通訊的變更，就像我們在每期客戶通訊中總是在結尾邀請長期讀者提供意見。當中，我們經常聽到的兩項意見，分別是客戶抱怨我們的客戶通訊過於冗長，以及我們每半年才發表一次通訊，實在相隔太久。有鑑於此，我們欣然決定改變客戶通訊的風格，並增加通訊次數。在改革後的這期通訊中，我們將會集中介紹投資組合的最新發展及我們對重要議題的看法。另外，我們亦打算每季發出通訊，以符合長期讀者的期望。

在上次通訊後，我們留意到延續了一年至年半的企業上市潮仍然未見消退跡象，其中以印度的情況最為明顯。本年至今，該國的新上市企業已經達到約 100 間。雖然這些新上市企業的總集資額高達 120 億美元，但只有 20 間企業的純利超過 1,000 萬美元！<sup>1</sup>無可否認，一些新上市公司具備追上估值的潛力，事後看來，有部分企業更加是吸引的投資機遇。問題是，企業上市過程會產生資訊不對稱現象，往往損害新股東的利益。很多企業都無法完美地解釋，為何熟知業務的賣家需要向較不了解業務及策略的買家出售部分業務。

在我們眼中，目前市場上有大量新上市企業都是增長陷阱（“Growth traps”）。於 2020 年 12 月的通訊中，我們也曾介紹過這類公司。所謂的增長陷阱，是指企業無法賺取盈利、在進入門檻較低及 / 或競爭優勢較少的行業經營業務，而且重視增長多於用戶量、交易額、「GMV」<sup>2</sup> 或收入等其他指標。如果這些企業要籌集資金，它們必須先催谷增長（哪怕這些增長未能帶來利潤），才能獲得資金進一步推動增長，再據此籌集更多資金，然後形成循環。

2001 年，巴菲特在佐治亞大學演講時，以 20 世紀初的汽車業作例子，解釋為何高增長企業大多無法長期維持可觀的回報。汽車是一項偉大的發明，而且對社會產生重大影響。可惜，即使行業前景光明，也不代表個別企業能夠成功發展。在 1920 年代，美國共有 2,000 間汽車製造商，到了 2000 年，只有其中 3 間尚未倒閉，而且它們的長遠表現成疑，足證巴菲特的觀點。

在當前的市場中，很多投資者都願意以較高估值買入新上市企業，並期望從可持續增長及回報中獲利。部分企業最終肯定會發展成可持續營運的公司，可是我們對缺乏足夠自由現金流的不少新上市企業抱持審慎態度。我們相信，這類企業將無法長期維持良好表現。近日備受追捧的印度新上市金融科技企業 Paytm 便是一個好例子。自 2010 年成立以來，該公司的開支已經超過 20 億美元。然而，其累計收入只有 4 億美元，而且一如所料，利潤表現亦乏善可陳。令人震驚的是，Paytm 在最近上市時，竟然籌集到 25 億美元的資金。換言之，公司的估值高達 200 億美元。在 11 月上市後，Paytm 股價暴跌，最初跌幅更超過三分之一。我們認為這是一個健康的現象，反映在經歷了一年至年半的投機狂潮後，市場終於開始回復正常。

## 投資組合的變動

印度的新上市企業一般不會擁有特別吸引的業務基本面，不過我們認為，主動型資產管理者應該致力發掘未經雕琢的璞玉。我們亦相信，印度依然是適合長線投資者的絕佳市場。在上期通訊後，我們在印度市場買入了一間有能力產生巨額利潤及現金的企業，有別於大部分新上市公司。在我們的投資方針下，我們格外重視企業的強大管理團隊及優質業務的防守能力，例如高投入資本回報率及經常性現金流。我們亦不時在發展中國家的消費品、金融或服務行業發掘到符合上述條件的龍頭企業。發展中國家的不少商品及服務滲透率較低，支持長遠需求，而且大部分國家的監管措施較少，令進入市場的門檻大幅提高，往往形成良好的競爭環境，有利主要企業發揮品牌、分銷或規模優勢，從而維持可觀的利潤率、回報及自由現金流。我們投資組合最新買入的印度金融服務企業 Computer Age Management Service (CAMS) 就是其中一個例子。

CAMS 是印度最大的互惠基金登記及過戶代理人，其國內市場佔有率達到 70%。所謂的基金登記及過戶代理人會為資產管理公司提供外判式後勤解決方案。由於這類企業規模

<sup>1</sup> 資料來源：彭博（截至 2021 年 11 月 30 日）

<sup>2</sup> 總商品交易額（Gross Merchandise Value）

龐大，有助互惠基金專心發展核心業務及減低成本，因此在資產管理行業中發揮重要作用。V Shankar 先生及其妻子 Sudha 女士於 1988 年初成立 CAMS，當時公司經營軟件開發及電腦教育業務。在取得工商管理碩士後，Shankar 先生曾經任職 Ponds（其後聯合利華（Unilever）收購該公司）。在調動至不同部門期間，他對「數據處理」業務產生興趣，並決定與任職程式設計師的妻子合作創辦 CAMS。在公司成立的首五年間，兩人主要從事軟件教育業務，同時經營規模較小的資訊科技服務分部，為客戶提供企業資源規劃（ERP）軟件。在 1993 年，印度開放互惠基金行業，CAMS 申請取得登記及過戶代理人牌照，開始逐步擴大業務。在行業開放之初，各間企業展開激烈競爭，CAMS 竭力提升客戶服務水平及持續增加服務類型，從而贏得優勢。這項因素不單是公司在這 30 年來一直傲視同儕的關鍵，亦是其企業文化的重要一環。

CAMS 按照管理資產規模（“Assets under management”）向客戶收取費用，我們可以將此想像成公司從印度的資產管理行業發展中得益一樣。過去 5 至 10 年，印度的資產管理行業增長迅速，不過至今尚處於起步階段。在當地中產階級崛起及他們使用更多金融服務所推動下，該行業應有不俗的發展空間。當然，有關業務模式依賴來自客戶的在管資產，並且受到週期性因素所影響。然而，CAMS 採用伸縮式收費架構，當來自客戶的在管資產減少時，向客戶收取的費用反而會增加，所以能夠發揮緩衝作用。更重要的是，雖然在管資產規模不時出現短期波動，印度的互惠基金行業還是擁有光明的長遠前景。現時，互惠基金佔印度家庭金融資產的比例僅有 8%，而在該國的 14 億人口中，只有 5,000 萬人擁有投資者賬戶。<sup>3</sup> 以在管資產佔國內生產總值計算，印度的比例為 12%，低於日本的 40%、英國的 67%、巴西的 68% 及美國的 120%。<sup>4</sup> 隨著家庭儲蓄增加，資金流入金融體系，我們相信資產管理服務的滲透率將會自然提高，並顯著推動 CAMS 的長遠增長。

從行業結構來看，在最近 20 年的行業持續整合潮中，CAMS 已經發展成兩大龍頭之一，市佔率達到 70%。該公司與印度最優質的互惠基金公司維持長期關係，並且建立了印度最大的實體分支網絡。此外，CAMS 亦開發出強大的科技平台，以便推出各項新業務，包括另類投資基金（AIF）、保險資料庫、客戶盡職審查（KYC）登記及賬戶整合服務等。儘管上述新業務的規模仍然較小，只佔整體業務的 6-8%，但假以時日，這些分部將能逐漸擴大。

有別於大家所想，登記及過戶代理人業務並不屬於典型的價格主導行業。鑑於各間公司的服務價格大致相同，企業從來無法單憑服務定價提高市佔率。相反，高轉換成本（包括時間、風險及信譽）才是客戶的主要考慮因素。換句話說，只要登記及過戶代理人提供優質及符合期望的服務，客戶便不太可能會換走服務供應商。另一方面，如果服務質素欠佳，導致資產管理公司違反規定或最終客戶感到不滿，繼而造成聲譽受損，那麼客戶便有可能因潛在的營商風險而決定換走服務供應商。

有見及此，登記及過戶代理人行業的龍頭公司必須保持積極進取，避免固步自封。對企業來說，轉換成本形成的進入門檻是理想的護城河，而保護此項優勢的最佳方法就是持續將資金重新投資在改善服務上，並將其進一步融入客戶流程中。CAMS 剛好就是採用了上述策略，該公司以客戶服務水平聞名，其為合作的互惠基金提供各項新服務，獲得廣大好評。舉例來說，在 1990 年代中期，CAMS 發揮其軟件服務及教育背景優勢，率先以電子方式儲存各項記錄，並且開創出在 24 小時內回覆投訴的客戶服務標準，打破當時在 30 日內處理投訴的行業常規，為公司締造零客戶流失率的記錄，其客戶關係平均年期更達到 19 年。另外，CAMS 亦是 20 年來行內唯一能夠持續提升市佔率的企業，可見其客戶的忠誠度極高，而且不願轉投其他公司。

在十年前，CAMS 的創辦人 Shankar 先生退任，之後公司延續良好的管治往績。CAMS 不單繼續走在時代尖端，更憑藉風險意識文化提高市佔率及維持領導地位。去年，我們與 CAMS 的高級管理團隊進行了四次會議。這群優秀的管理人才由兼具熱誠及理性的行政總裁 Anuj Kumar 先生領導，並贏得我們的欣賞。相比之下，Anuj Kumar 先生具備出色的經營執行往績，但在資本配置方面的經驗較少。基於 CAMS 的登記及過戶代理人業務能夠帶來可觀利潤，加上現有業務的再投資機會有限，這一點長遠可能會構成嚴重問題。幸好，在近日與管理團隊的對話中，團隊為我們說明了清晰的優先事項框架及投資準則，使我們相信團隊會全面考慮有關問題，而且他們的決策不大可能會改變公司的回報狀況。

受惠於上述各項因素，CAMS 的業務具有極高的盈利能力及吸引力。縱使公司的收入會受到週期性因素所影響，其資產負債狀況的防守力極高，加上持有大量淨現金，符合我們對週期性企業的主要要求。近年，CAMS 的除息稅前盈利率升至 35%。在過去 15 年，該公司預先收取客戶的現金付款，並於之後才向供應商付款，形成有利的營運資金循環，故此內部產生的現金足以應付所有營運資本開支，投入資本回報率亦超過 100%。在數據處理流程的自動化發展下，我們相信 CAMS 的利潤率會持續提高。未來數年，該公司的投入資本回報率應會繼續增長。在我們買入 CAMS 時，其自由現金流收益率略低於 3%，顯然未算理想。不過，現時的市場滲透率極低，估計 CAMS 能於未來多年維持穩定的現金流增長，支持長遠股價上升，因此我們將會長期持有這間公司。

## 展望

2022 年將至，我們繼續看好我們所投資的企業。疫情肆虐、通脹上升引起憂慮、股市依賴即將結束的刺激措施，均導致不利因素持續，但我們相信有關因素只屬短期性質，最終都會穩定下來。

重點是，首域盈信全球新興市場核心策略由高達 40 間優質企業組成，而且在這兩年充滿挑戰的環境中游刃有餘，足

<sup>3</sup> 資料來源：印度國家證券交易所（截至 2021 年 10 月 25 日）

<sup>4</sup> 資料來源：印度互惠基金協會（AMFI）、世界銀行、傑富瑞（數據截至 2019 年）

以讓我們安枕無憂。未來數年，我們持有的企業平均投入資本回報率<sup>5</sup> 預期會升至 53%，這表示我們在企業營運上的投資不足兩年便會回本，可以說是極具吸引力。從中長期角度來看，我們仍然預測基金的持股每年產生 14-15% 盈利及自由現金流增長，相信足以抵禦各項不利因素。

強大的競爭優勢、具防守力的資產負債狀況、吸引的增長機遇及優秀的管理團隊是我們投資理念的不變核心支柱，並將

於未來數年繼續支持基金持有的企業帶來豐厚的經風險調整後回報，成為我們一眾長線投資者的必然選擇。

我們在本期通訊分析了本策略投資者可能感興趣的主題。歡迎各位就本策略、我們的投資方式或營運提出查詢或意見，我們樂意聆聽閣下的意見。感謝您的支持。

資料來源：企業數據來自公司的年度報告或其他投資者報告。財務指標及估值來自 FactSet 及彭博。  
截至 2021 年 11 月 30 日或另行註明。

#### 免責聲明

本文件所載只屬一般性資料，並不包括亦不構成投資或投資產品建議。有關資料來自首源投資（「首源」）認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首源並無就有關資料的中肯、準確、完整或正確作出明確或隱含的聲明或保證。首源、其任何聯營公司、任何董事、主管人員或僱員概不就任何因使用本文件而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本文件僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本文件所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並可隨時予以修訂。本文件並非銷售文件，且不构成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本文內容，及 / 或有關資料所載的任何事宜為行事基礎。未經首源投資預先同意，不得複製或傳閱本文件的全部或部分資料。本文件只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

本文件如提述個別證券，只為作說明用途，不應視為買入或賣出該證券的建議。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為首源投資投資組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

於香港，此文件由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。於新加坡，此文件則由首源投資（新加坡）發行（公司註冊號碼：196900420D）。本廣告或刊物未經新加坡金融管理局審閱。

首源投資及首域盈信資產管理為首源投資（香港）有限公司的商业名稱。首源投資（註冊編號 53236800B）及首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C）為首源投資（新加坡）的業務部門。首域盈信資產管理標誌乃為 MUFG（定義如下）或其聯營公司之商標。

首源投資（香港）有限公司及首源投資（新加坡）是首源投資管理業務的一部分，該公司最終由全球金融集團三菱日聯金融集團（“MUFG”）擁有。首源投資在不同司法管轄區內有多間公司。

MUFG 及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。MUFG 及其任何附屬公司均不保證本文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本文中提及的任何投資並不是對 MUFG 或其附屬公司的存款或其他負債，而投資存在投資風險，包括收入和資本損失。

<sup>5</sup> 非金融業持股