

基金經理季度回顧

首域盈信全球新興市場股票

「逆境出機遇。」("Out of adversity comes opportunity.")

富蘭克林 (Benjamin Franklin)

從大約三個月前的通訊至今，新興市場的投資者已接受了多個主要國家陸續傳出的負面消息。大家經常問我們對政治及宏觀經濟環境的看法，並希望了解我們如何將自身的觀點融入投資流程。答案是，在我們整個團隊管理新興市場資產的逾30年間，我們都未有改變投資方針。我們一直專注於企業的管理團隊及業務，而非個別的政客或宏觀經濟預測。當中的原因相當簡單，那就是我們不認為自己的團隊有足夠的能力，可以持續預測短期的宏觀經濟或政治事件。正因如此，我們亦會質疑完全建基於正面宏觀經濟環境，或有利政策結果的任何投資理據。在考慮新投資時，我們通常都會假設最壞的情況。如果實際表現較預期為佳，那自然是錦上添花，只是在投資時，我們絕不會盲目地樂觀。

我們持有的南非頂尖私營銀行 Capitec Bank 便是一個好例子。在當地的經濟發展遇上挑戰時，該行成功逆流而上，原因是其管理團隊擁有卓越的執行能力，他們奉行以客為先的思維，而且持續推動創新及發揮規模效應。與此同時，現有的大型企業擔心利潤池受損，以致未能迅速應對變化，也形成有利該行的市場結構。過去15年，南非經歷翻天覆地的動盪，各大政府機構嚴重管理不善，貪污盛行造成監管俘虜的現象。就像不少發展中的國家一樣，社會混亂令南非的貨幣不時貶值。舉例來說，最近15年，南非蘭特兌美元便已下跌接近57%。不過，在各項不利因素下，同期 Capitec 的每股賬面值仍然上升18.7%，股東回報的年均複合增長率則高達24%（兩者皆以美元計算），領先 MSCI 新興市場指數總回報年均複合增長率的0.7%。

總括而言，就算是在惡劣的宏觀經濟環境中，出色的管理團隊照樣能為長線投資者帶來理想的回報。接下來，我們將探討相關的投資機遇，並介紹我們於上季作出的兩項新投資。

中國

有關中國市場的由上而下討論，通常依賴想像和猜測。對於大部分人來說，中國政府高層的內部運作依然充滿謎團，我們只能觀察當局的行動，才能推斷他們所計劃的發展方向。有人會說，中國社會正在倒退及落入典型的極權主義困局，使其無法及時修正政策錯誤，可是中國並非我們表面看來般單一。由於擁有多元化的政體，而且不同地區之間差異極大，中國最終應該不會步上俄羅斯的後塵，迎來政府機構及官員被逐漸架空，寡頭統治架構及管治欠佳影響少數股東的利益。

事實上，華南地區擁有全球多間最具企業精神的私營公司，而我們認為當局的意識形態不會對他們構成影響。在此方面，我們於中國市場剛買入的四川水井坊便是一個值得留意的例子。四川水井坊經營中國的本地白酒市場，並由總部設於英國的全球酒業龍頭帝亞吉歐持有63%股權。近年，我們曾經詳細研究過白酒行業，包括規模最大的貴州茅台（市值達3,320億美元）及五糧液（市值達910億美元）。我們發現，雖然兩間企業均擁有驚人的龐大利潤池，但其管治標準令我們擔憂。當中，高檔酒用於官場送禮及賄賂的問題，以及渠道分銷商收取的巨額買賣利潤引起了我們的關注。

相比之下，四川水井坊採用跨國企業的管治標準，同時著力減低渠道存貨，有助消除投資者的不安。自2009年起，帝亞吉歐一直設法控制四川水井坊，最終在2018年成功取得公司的控股權。之後，四川水井坊經歷了業務重組的陣痛期，就像2012年帝亞吉歐向非主流創業家 Vijay Mallya 提出收購，以買入印度企業 United Spirits 後一樣。在整個白酒行業中，四川水井坊的市佔率只有0.6%。然而，公司的中高檔產品市佔率較高，而且日益受到消費者歡迎，因此這五年內的銷售量年均複合增長率高達15%，有別於業務量持續萎縮的其他企業。四川水井坊的已動用資本回報率超過100%，其現金產生量處於健康水平。我們看好公司可以結合帝亞吉歐的全球酒業經驗及本身的本地品牌優勢，繼而於未來十年取得強勁增長。早前，我們與四川水井坊的高級管

理層展開對話，同樣令我們相信其少數投資者的利益與母公司保持一致。在之前一段日子，四川水井坊的估值較高，但在去年股價顯著回調後，公司的自由現金流率跌至 6% 的吸引水平。展望未來，我們將對該項投資建立更大的信心。

巴西

假如要在主要新興市場之中挑出一個國家，作為宏觀經濟及政治動盪的代表，我們大概會選擇巴西。這數十年來，巴西的投資氣氛經常出現劇烈變化，在無比樂觀與低迷絕望之間不斷搖擺。於 2003 年至 2010 年間，在總統盧拉的領導下，巴西跟隨中國的步伐，創出另一個經濟奇蹟。當時，中國需求急增，推動巴西的主要商品出口增長打破紀錄。政府亦撥款實施全面的社會保障措施，例如家庭補助計劃（Bolsa Família initiative），為符合若干條件的低收入家庭提供每月 35 美元的資助，以協助兒童繼續上學。在盧拉擔任總統時，社會指標普遍大幅改善，貧窮率從 40% 減少至 25%，嬰兒死亡率同告暴跌。受惠於各類計劃及最低工資顯著上調，巴西的中產階級得以壯大，汽車、冷氣機及其他首置需求大增。可惜，之後巴西卻無法延續輝煌。

在經歷長達十多年的經濟波動及政局不穩後，如今巴西一般國民擁有的資產較 2010 年盧拉卸任時減少了約 20%。巴西現由外號「熱帶特朗普」的極右翼政客博爾索納羅擔任總統，只是他未能有效地應對最近的疫情危機，導致該國承受巨大壓力。無論是從國民收入、健康指標，甚至亞馬遜雨林的前景來看，巴西也是明顯變差，故此 10 月舉行的大選將是關鍵所在。

盧拉曾獲美國前總統奧巴馬譽為「世上最受歡迎的政客」，他在狼狽地捲入洗錢醜聞後入獄，現在卻復出競逐總統之位。根據多項意見調查，他的支持度不低，這對我們來說不算稀奇，反而是拉丁美洲政壇的常見現象。要是在總統的任期內曾經出現由商品推動的經濟熱潮，拉丁美洲的選民往往會願意投票支持這些資深的前領袖重返崗位，以期待國家能夠「再創奇蹟」。舉例而言，阿根廷的貝隆、委內瑞拉的佩雷斯及哥倫比亞的烏里韋都成功回歸總統寶座，或協助他們的徒弟勝出選舉。問題是，在大部分情況下，前總統再次上任後的成績均乏善可陳。投資者亦開始明白到，宏觀經濟週期不會受到任何人所控制。未來數年，我們將會審慎觀察巴西的情況。

儘管巴西經濟面對上述的不利因素，我們仍是會積極地發掘投資當地企業的良機。就像其他出現經營困難的市場一樣，巴西尚有不少企業具備出色的資本增長往績。我們曾對觀察名單中的巴西企業展開大量分析，並深入了解他們的管理團隊及業務。過去數年，巴西企業估值過高，妨礙投資者從當地的高風險環境中賺取豐厚的利潤，所以我們嚴守估值紀律，只持有極少的投資。不過，在近來的拋售潮後，部分企業開始提供合理的潛在增長空間。有見及此，我們剛向一間長期觀察的公司買入了少量股票，該公司便是巴西數一數二的軟件商 TOTVS。

TOTVS 於 1983 年由 Laercio Cosentino 及 Ernesto Haberkorn 創立。時至今日，該公司已經是巴西主要的企業資源規劃軟件供應商，市佔率約達 50%。TOTVS 的核心產

品客戶包括超過 40,000 間中小企，他們通常是 SAP、甲骨文及其他全球軟件企業無法及不會妥善提供服務的公司。TOTVS 提供的本地化產品可以配合巴西客戶的語言、稅務規定及會計政策需要。透過自家的分店及獨家的特許經營商，TOTVS 建立了強大的駐當地業務，方便公司有效地向客戶提供服務，可見分銷渠道是其主要優勢之一。TOTVS 每年的客戶保留率高達 98%，足證上述因素使客戶的轉換成本增加，為公司帶來廣闊的護城河。

歷年來，我們多次約見 TOTVS，而且欣賞他們結合家族擁有權及專業管理層的做法，就像我們的其他投資對象一樣。作為長期的盡責管理者，Laercio 及 Ernesto 的家族持有 TOTVS 的 15% 股權。另外，公司還委託專業人士負責管理，例如任命 Dennis Herszkowicz 擔任行政總裁，以引入發展業務所需的經驗及能力。在大約五年前，TOTVS 的增長一度陷入停滯，幸好之後的經營表現大幅改善。在行政總裁的領導下，公司不單恢復活力，更開始從傳統的授權模式過渡至訂閱制收入模式。現時，訂閱賬戶佔公司收入的三分之一，並帶來超過二分之一的收入增長。該項業務模式可以增加收入及客戶的生命週期價值，有望於兩至三年後為公司貢獻逾一半的收入。相鄰業務起步良好能為中長期增長提供額外動力，我們繼續看好 TOTVS 的前景。

TOTVS 的最大挑戰也許來自公司的估值。若然企業的擁有人及管理者能力出眾、業務穩健、增長合理及持有淨現金，即公司的質素較高，那麼估值便不會太低。TOTVS 的自由現金流率達到 3%，而且增長預測較高，只能為我們提供有限的安全邊際，以應付誤判投資理據前景的情況，因此我們一開始僅買入了少量股票。我們將會等待市場出現更吸引的入市時機，才增持這間優質公司。

印度

這十年間，印度面對各種挑戰。於 2011 年至 2021 年間，當地的國內生產總值年度複合增長率只有 5.7%（以美元計），反觀上個十年（即 2001 年至 2011 年）的年均複合增長率卻高達 14%。印度的國內需求受壓，背後源於一連串事件。舉例來說，在 2014 年總理莫迪的印度人民黨上台前，印度曾經爆出多宗備受關注的貪污醜聞，以致信貸投放暫停及天然資源分配流程徹底改革。然後，在 2016 年，當局宣佈廢鈔計劃，並聲稱目標是為了打擊洗錢及偽鈔問題。正當經濟從廢鈔的衝擊中復甦之際，政府於 2017 年實施廣泛的稅務改革，透過引入商品及服務稅，精簡以往複雜的稅制。長遠來說，該項令人期待已久的改革無疑會帶來正面影響，有關措施更要到此刻才看到成果。然而，從中期角度來看，這次變革使得非正規企業難以經營業務，而且被更大型及發展成熟的企業奪走市佔率，在整體上損害了經濟表現。於 2018 年，多間大型非銀行金融公司管理不善，觸發償債能力危機，整個金融體系出現信貸流動性緊縮。到了 2019 年，上述問題終於得到解決，但全球又旋即陷入了防疫封城狀態。結果，即使房地產、勞工及農業等行業展開各項正面的改革，印度經濟還是缺乏起色。一直至現在，我們才再看到需求變得穩定，企業管理者考慮擴充產能的情況。

好消息是，縱然經濟環境欠佳，我們與所投資的印度企業管理層交流時，竟然發現他們未有受到影響。以喜力（Heineken）的印度上市附屬公司 United Breweries 為例，在 2012 財年至 2022 財年¹，該公司的每股盈利年均複合增長率便高達 14%。此外，Syngene 的銷售額年均複合增長率也達到 20%。與此同時，HDFC Bank 的貸款業務年均複合增長率達到 21.7%，每股賬面值的年均複合增長率則為 20%。雖然整體經濟出現挑戰，在橫跨數十年的利好因素支持下，上述企業依然錄得增長。可想而知，一旦經濟開始高速增長，這些公司將有驚人的表現。

投資部署及展望

當前的形勢也許對新興市場資產類別構成挑戰，在發掘高質素企業的過程中，我們將會重點留意能在整個商業週期，而非短短一至兩年內維持吸引力的可持續業務模式。我們將繼續買入管理團隊往績良好及具備競爭優勢的頂級企業，以把

握新興市場中的長期及持續趨勢。我們相信，隨著印度經濟正規化、南非持續發展金融服務，以及巴西中小企日益採用企業資源規劃系統，市場將會湧現大量投資機遇。不過，大市指數一般未能充分反映該類企業，故此由下而上的主動型投資方針有望大幅提升投資表現。我們利用 40 間企業構建而成的投資組合便是一個不錯的例子。長期來說，我們的持股能夠提供吸引的增長機遇；中期而言，我們的分析顯示，有關企業的加權平均盈利年均複合增長率達到 13% 至 15%。目前，投資組合的自由現金流率約為 5%，市盈率相當於預測盈利的約 20 倍。考慮到企業的增長率，投資組合的整體估值處於合理及可持續增長的水平，應可帶來理想的長期回報。

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 2022 年 9 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。首源投資及首域盈信資產管理為首源投資（香港）有限公司的商業名稱。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。

¹ 印度企業的財政年度由 4 月 1 日開始，直至 3 月 31 日結束