

## 客戶通訊

# 隱藏的低市值優質企業

2023年9月

在上期通訊中，我們提到東協地區隱藏著低市值的優質企業。我們認為，這些企業市值不高是源於外國投資者對該區的興趣持續多年減少所致。當地的企業通常較少獲得賣方分析師的詳細研究，甚或完全被忽視。對於我們一眾長線投資者來說，這意味著我們可不時發掘出被市場錯判或價格錯配的吸引企業，因此自然是好消息。

根據我們的經驗，上述企業大多是由誠實行事的出色人才所擁有及領導。他們只會專注於自己有力競爭的領域，並賺取可觀的資本回報。我們相信 Philippine Seven 就是其中一個例子。

我看好「反脆弱」的企業，他們毋須把握住每個升浪，而是要順利地應付每次低潮。這正是我們 [7-Eleven Philippines] 的業務模式。當我看到買入 Philippine Seven 股份的好機會時，我便會作出投資。我不會買入其他股票，也不會考慮其他選擇。

*I am a believer in anti-fragile businesses. The idea is not to catch every upturn but to survive every downturn. That is our [7-Eleven Philippines] business model. If I get a good opportunity to buy shares in Philippine Seven, I do so. I don't invest in other stocks. I don't have any bandwidth.*

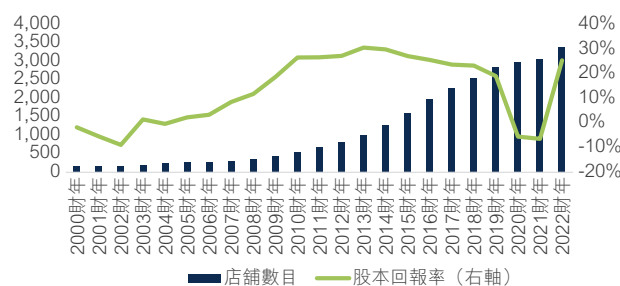
在我們問 Jose Victor Paterno 為何買入約 200 萬股的 Philippine Seven 股份時，他為我們說明了上述原因。這個答案反映出我們欣賞這位 Philippine Seven 行政總裁的理由，並突顯了我們與公司管理層利益一致，而且他們的業務素質良好。於不久前的三月，我們展開馬尼拉之旅，當中的重點行程包括到訪他位於一座老舊廉價大廈七樓的辦公室。在經歷長達三年的疫情艱難時期後，他對 Philippine Seven 抱有信心，令我們看好公司的復甦及業務發展。

## Philippine Seven 的簡史

在亞洲市場中，頂尖的便利店公司通常可持續賺取吸引的資本回報，例子包括日本、台灣及泰國的 7-Eleven，而 Philippine Seven 也非例外。雖然公司在發展初期面對困難，但自台灣統一超商股份有限公司（統一超商）收購 50.4% 的大多數股權後，公司迎來了轉機。在 2000 年代上半段，Philippine Seven 徹底革新營運。在統一超商的協助下，公司改善了營運模式、系統及流程。於改革初期，Philippine Seven 持續產生虧損，不過之後長期維持著不俗的股本回報率。

截至 2022 年底，Philippine Seven 的店舖數目相當於其他同業總和的一倍半以上，其最大勁敵 Alfamart 的店舖數目只有 1,500 間，少於 7-Eleven 的約 3,500 間。另外，為了應付全國自營及加盟店舖的需要，Philippine Seven 亦建立了由 20 多間分銷中心組成的廣泛網絡，並逐漸擴展至馬尼拉大都會以外較難觸及的地區。我們認為，上述因素共同形成了有效的護城河，有助保障公司的往後回報。

Philippine Seven



資料來源：公司資料、彭博（截至 2023 年 7 月 31 日）。涵蓋 2000 財年至 2022 財年

在 Philippine Seven 近年的發展史中，新冠疫情象徵著一段不尋常的艱難時期。在此期間，公司的不少店舖暫停營業或只作有限度開放，新店擴充或開幕計劃亦告擱置。在 2020 年，公司曾向加盟商推出 7.11 億菲律賓披索的減費措施，同

時亦因此而建立商譽。然而，於 2020 年及 2021 年，公司又再錄得虧損。當時，公司管理層未有關閉店舖或大幅裁員以維持短期利潤，我們認為這是適當的做法。於 Philippine Seven 的 2020 年年報中，Victor 恰當地向股東指出：

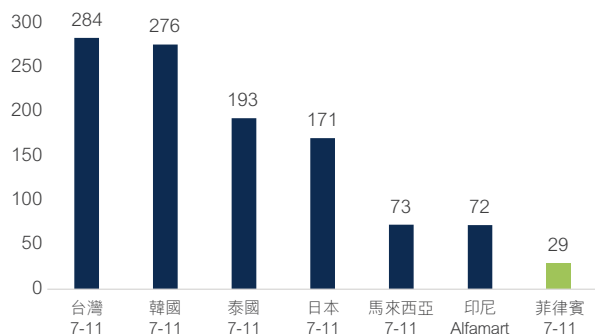
我們認為，現時的情況前所未見。在現金流允許的前提下，專注於長遠市況而非短期財務表現，將對持份者更加有利。至今為止的財務業績，或業績乏善可陳，正好印證此項觀點……

We have taken the view that in unprecedented times like these, stakeholders are better served by a focus on long-term market position rather than short term financial results, so long as cashflow permits. The financial results thus far, or lack thereof, reflect this view ...

## 展望未來

隨著疫情有望減退，Philippine Seven 的實力料可提升。從今年較早前舉行的會議中，我們可見公司的管理層頗具信心。現在 Philippine Seven 的收益及利潤均超越疫情前，股本回報率也反彈至 25% 的健康水平。同時，公司的新店數目持續回升，2022 年的店舖數目增加了 320 間，而本年度的目標為 380 間。公司的大多數新店均位於馬尼拉大都會以外的地區，包括米沙鄒及棉蘭老島，原因是當地的競爭有限及盈利能力較佳。在簡單比較其他國家的主要 7-Eleven 經營商後，我們便發現未來數年 Philippine Seven 擁有充足的增長空間。

### 每百萬人的店舖數目



資料來源：公司資料（截至 2022 年 12 月 31 日）

當然，世上沒有完美的公司，所有投資理據都有其弱點。我們的投資流程不單重視保本，更銳意避免犯錯。有見及此，在分析 Philippine Seven 時，我們不能忽視公司值得憂慮的地方。

首先，便利店業務無疑是一盤好的生意，只是零售市場本身不易經營。當顧客的購買習慣改變、消費形式出現變化或新競爭對手崛起時，現有業者往往會失去立足之地。目前，Alfamart 是 Philippine Seven 的最主要競爭對手，但新形式的商店，例如 DALI Philippines 的鄰里折扣店同樣構成威脅。我們與 Philippine Seven 的管理層正密切留意各大競爭對手的最新動向。

另一個值得憂慮的因素，在於 Philippine Seven 管理層推行的「CVS+」模式及其對管理能力的影響。在有關模式下，公司會於便利店中出售必需品，以迷你超市的方式經營業務，最終吸引 7-Eleven 的顧客買入更多產品。有關改革需要大幅調整店面及供應鏈佈局，相關工作仍在進行中。然而，我們相信 Victor Paterno 及統一超商最終會取得成功，Philippine Seven 的長遠前景值得期待。

## 中國 +1

### China's BYD to start EV production in Thailand by 2024

於 2024 年，中國企業比亞迪將在泰國開始生產電動車

### Hyundai Motor Company Inaugurates Its First Manufacturing Plant in Southeast Asia

現代汽車於東南亞的首個生產廠房投產

### Malaysia emerges as key IC backend production hub

馬來西亞成為主要的集成電路後端生產中心

Texas Instruments is to spend \$3.16bn (MYR14.6bn) on two new back-end assembly and test plants in Malaysia to bring the majority of operations in-house.

德州儀器（Texas Instruments）計劃出資 31.6 億美元（146 億馬來西亞令吉），用作於馬來西亞興建兩座全新的後端封裝及測試廠房，以便於內部處理大部分營運工作。

### Chinese companies are moving supply chains out of China to manage risks, with India, Malaysia and Indonesia benefiting

為管控風險，中國企業將供應鏈搬離國內，有利印度、馬來西亞及印尼

以上為近期傳媒報導 - 連結載於最後的附註

在上期通訊中，我們探討過東南亞吸引的人口結構。該區的勞動人口數目位列全球第三，僅次於印度及中國。過去 20 年，只有越南受惠於當地的「人口紅利」因素，其他國家則無法得益，原因是在中國成為「世界工廠」後，區內的製造業空心化（例如馬來西亞的電子產品製造業），甚或從末成功發展。

話雖如此，有關情況可能即將出現變化。隨著地緣政治因素逼使全球及中國企業重新部署供應鏈，東南亞有望把握新的趨勢。投資增加應會產生更好的職位空缺，收入上升將會推動消費增長，最終有助企業賺取盈利及創造價值，帶來我們希望看到的局面。

不過，近日我們曾與恒諾微電子（Hana Microelectronics）的行政總裁 Richard Han 會面。當時他表示，所有人都期待看到轉變，可是這個過程需要時間實現。供應鏈重整有利吸引全球客戶，惟價格將會是一個問題。在中國，與電子產品相關的生產活動效率較高，而且規模較大，以致客戶可享有 15% 至 25% 的價差。此外，東南亞的本地供應商生態系統亦有改革的必要。

我們相信，利好因素不是假象。然而，按照由下而上的投資方針，我們卻難以找到具備充分風險及回報吸引力的優質企業。在市場的興奮情緒下，多間直接受惠的企業估值爆升，並形成稀缺溢價，反映市場缺少值得投資的選擇。

以 Delta Electronics（泰國）為例，其為一間電力供應及電子零件企業，估值相當於 2023 年盈利的 85 倍及賬面價值

的 24 倍。即使該公司的收益及利潤分別只有母公司 Delta Electronics 的不足三分之一及一半，但其市值反而高出母公司三分之一。另一個例子是馬來西亞機器視覺檢測系統商偉特 (Vitrox)，其估值為 2023 年盈利的 45 倍及賬面價值的超過 8 倍。該兩間企業同樣質素不俗，而且列入了我們的觀察名單。不過，他們的稀缺估值溢價遠高於我們可接受的範圍，故此我們暫時未有作出投資。

## 投資組合活動

作為長線投資者，我們並不預期要經常改變投資組合。一般來說，優質企業較少會被低價出售。最近三年，首域盈信東協全市值策略的平均週轉率只有 16%，當中甚至計及了 2021 年底投資組合重心從新加坡及馬來西亞轉到東協地區的影響，而我們對此相當滿意。

於今年上半年，我們賣出多間企業的少量持股。例如，我們沽清了大眾銀行的餘下股份，理由是我們認為該行不太可能取得可觀增長，而且估值過高。儘管大眾銀行能在不同週期維持著較佳的資產質素及資產回報率，使我們相信該行是馬來西亞質素最好的銀行，但我們仍然逐步減持該行，以將資金重新分配到風險回報吸引力更大的投資理念上。馬來西亞的銀行體系滲透率不低，家庭信貸對國內生產總值比率為 81%<sup>1</sup>，私營部門信貸對國內生產總值比率為 126%。<sup>2</sup> 在主要領域中，大眾銀行的貸款市場佔有率早就處於高位，介乎 20% 至 33%。

在疫情過後，Mitra Adiperkasa 的盈利表現強勁，加上股價反彈，於是我們沽出股份。該公司是我們成功的投資之一，現時的估值依然較低，預測市盈率為 14 倍，但收益及盈利能力遠超疫情前水平。

在成果稍遜的投資方面，我們賣出了 Thai Beverage 及 Venture Corporation 的股份。雖然兩間公司估值較低，我們對其發展停滯不前感到失望。Thai Beverage 的企業架構相當複雜，旗下擁有多間上市公司，包括與核心食物及飲品業務無關的企業。我們原先期望公司簡化架構、加倍注重現有的利潤來源及改善基本表現，可惜事與願違。早前，我們與公司的會面更顯示，Sirivadhanabhakdi 家族滿意公司的現狀，意味著他們不太可能推動改革，驅使我們沽出股票。

至於我們賣出 Venture Corporation 的原因，則是基於該公司缺乏增長。縱然公司的資產負債狀況穩健，盈利能力理想，惟管理層未有採取充分措施推動增長，因此我們認為該公司或需更換領導層。我們繼續將公司放入觀察名單，並留意管理層的正面變化。

在去年的下半年，我們建立了印尼聯合利華 (Unilever Indonesia) 的新倉盤，並繼續逆市增持，大舉買入公司的股票。即使我們作出投資的時間不長，但我們早就非常熟悉該集團。聯合利華 (Unilever plc) 擁有印尼聯合利華 (Unilever Indonesia) 的 85% 股權，而且紮根印尼 90 載。在十年前，該公司曾經是備受推崇的成功企業。不過，在利潤率及市佔率達到極高水平後，公司變得因循守舊。就像其他企業一樣，公司的成功令競爭對手有機會發展新業務及賺取利潤。

<sup>1</sup> 資料來源：馬來西亞國家銀行（數字截至 2022 年 12 月）

<sup>2</sup> 資料來源：國際結算銀行，私營非金融部門的總信貸，已按時段調整，馬來西亞 [QMYPAM770A]，擷取自聯儲局經濟數據庫、聖路易聯邦儲備銀行；<https://fred.stlouisfed.org/series/QMYPAM770A>，2023 年 8 月 7 日。數據截至 2022 年第四季



結果，聯合利華 (Unilever) 的市佔率流失至較靈活敏捷的本地企業。過去十年，公司收益停滯不前，於印尼市場的發展亦未如理想。要擺脫困境，企業先要承認問題，幸好集團終於也意識到他們需要回歸基本步。好消息是，公司委任了新的高級管理層，並從其他地區（包括印度）的分部調派人才，以更換多名高級團隊成員。目前，公司於旗下 15 類業務的 13 個範疇中依然佔領導地位，只是他們必須推行創新及引入新產品、降低次要品牌的價格及提高市佔率。

企業扭轉劣勢無疑需要時間，加上難度甚大，往往以失敗告終。然而，聯合利華 (Unilever plc) 曾經在其他地區採取轉型措施，使我們對公司抱有信心。對母公司來說，印尼既是重要的戰略市場，也是高級管理層的焦點所在。我們相信，當地的營運確實獲得集團重視，而且風險回報具備吸引力。

除此以外，我們亦買入了泰國第二大銀行開泰銀行 (Kasikornbank)。該行與印尼聯合利華 (Unilever Indonesia) 的共通點，在於我們的投資時間同樣較短，但我們非常了解該公司。早在亞洲金融危機期間，我們已經開始研究該行及與他們開會。當時，該行還是稱為泰華農民銀行 (Thai Farmers Bank)，反映其於二戰後為農民提供金融服務。時至今日，創辦該行的 Lamsam 家族仍然出任董事一職，於董事會中發揮盡責管理的作用，不過他們的持股比例僅達低單位數。

一般來說，泰國的銀行都不太受到投資者追捧。特別是，開泰銀行 (Kasikornbank) 倒閉或需要資本重組的可能性不大，可是市場估值極低，權益倍數只有 0.6 倍，處於亞洲金融危機後的最低位，足證該行不獲投資者青睞。

我們認為，開泰銀行 (Kasikornbank) 的存款業務具備實力，往來及儲蓄業務穩定，佔存款額的 82%，融資成本優勢領先業界。另一方面，該行是最大的互惠基金供應商，並持有 Muang Thai Life 的 38% 股權，位列第四大人壽保

險商。再者，該行的撥備前經營利潤對資產比率（即計提不良貸款及稅項撥備前的銀行利潤佔總資產基礎）亦維持於健康的 2.5%。問題是，嚴重及漫長的資產質素下行週期為銀行業帶來挑戰。自 2015 年起，民粹主義的擴張性財政措施及宏觀經濟環境持續欠佳，導致不良貸款撥備上升。在追求貸款增長的過程中，開泰銀行（Kasikornbank）也犯下了錯誤。

幸運的是，在經歷表現不濟的數年後，泰國銀行業及開泰銀行（Kasikornbank）逐漸將重心放到盈利能力，而非增長上。對銀行來說，貸款增長目標已不再是唯一的追求。相反，他們的目標是要將股本回報率重新提升至雙位數水平。開泰銀行（Kasikornbank）的工作才剛展開，我們希望他們的管理層能夠將想法付諸行動。由於該行的估值反映市場期望不高，我們對此滿懷期待。如果我們的預測成真，在花費十年重整後，該行的撥備料將減少，股本回報率應會好轉。

## 展望及總結

我們相信東協地區存在長期利好因素，惟我們無法斷言短期的宏觀經濟發展及整體投資情緒。我們不清楚全球利率何時見頂，也不知道利率需要上升至多高的水平，才能對抗這數年來不斷加劇的通脹壓力。然而，我們留意到東協地區的央

行積極跟隨美國聯儲局的政策，各國的資產負債表亦未有出現資金過多的跡象，實在值得慶賀。

鑑於我們採用由下而上的選股策略，加上投資期較長，我們專注於持股的質素，並樂見企業的估值普遍較低。本策略持有的企業均由長期擁有者，或像長期擁有者一樣行事的管理人員扮演盡責管理角色。我們相信，他們往往能夠作出適當的資本配置及經營決定，進而帶來可觀的股東回報。截至 2023 年六月底，投資組合的平均股本回報率為 21%，意味著投資對象整體具備合理能力，可賺取領先資本成本的回報。

同時，在就超額現金作出調整後，投資組合大約 60% 的非金融企業未有負債，並有 20% 的企業債務水平極低，即淨債務與權益比率不足 25%。在面對外來環境變化時，企業應可憑藉較低的槓桿水平，靈活地作出必要的長線投資。過往十多年，利率維持於低位，企業的槓桿水平不算重要。不過，未來三至五年的情況可能會完全不同。

我們難以透過單一的數字或數值量化企業的質素，而且這個做法或會產生精確反映質素的假象。儘管如此，從絕對及相對角度來說，首域盈信東協全市值策略的各項指標都令我們對投資組合的長遠前景深感信心。

我們歡迎閣下就我們的投資方針或投資組合持股提出任何意見或問題。謝謝你閱讀本文。

附註的傳媒報導連結，按照出現的次序排列：

<https://www.reuters.com/business/autos-transportation/chinas-byd-set-up-ev-plant-thailand-2022-09-08/>

<https://www.hyundai.com/worldwide/en/company/newsroom/hyundai-motor-company-inaugurates-its-first-manufacturing-plant-in-southeast-asia-0000016807>

<https://www.digitimes.com/news/a20230704PD220/malaysia-ic-manufacturing-packaging-and-testing.html>

<https://www.eenewseurope.com/en/ti-looks-to-bring-test-and-assembly-in-house-with-3bn-malaysian-expansion/>

<https://www.scmp.com/news/asia/south-asia/article/3218025/chinese-companies-are-moving-supply-chains-out-china-manage-risks-india-malaysia-and-indonesia>

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 2023 年 7 月 31 日或另行註明。

#### 免責聲明

本資料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，而且在發表本資料時為準確的資料，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。在法律允許的範圍內，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資料而直接或間接引致的損失承擔任何責任。

本資料僅供一般參考，並不可視為提供全面的資料或特別建議。本資料所述意見為發件人在發表報告時的觀點，並不一定為首源的觀點，並可隨時予以修訂。本資料並非銷售文件，且不構成投資建議。未取得具體的專業意見前，任何人士不應依賴本資料內容，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，不得複製或傳閱本資料的全部或部分資料。本資料只可於符合相關司法管轄區的適用法例下使用及 / 或收取。

於香港，此資料由首源投資（香港）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

首源投資，首域盈信資產管理，盈信投資及 Igneo Infrastructure Partners 是首源投資（香港）有限公司的商業名稱。首源投資（註冊編號 53236800B），首域盈信資產管理（註冊編號 53314080C），盈信投資（註冊編號 53310114W）及 Igneo Infrastructure Partners（註冊編號 53447928J）是首源投資（新加坡）的商業部門。首源投資（香港）有限公司是首源投資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 及其附屬公司對本資料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資料中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料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。