

客戶通訊

我們不投資某些公司的理由

2023年7月

「已經沒有噴射機了。現在只有一座大樓、一艘遊艇及一架直升機！」

(The jet is gone. Now it is only one building, one yacht and one helicopter!)

印度某個頂尖服裝品牌的主席曾向我們講述他對企業管治的看法，那時他正安然地坐在該上市公司在孟買擁有的 37 層豪宅中。雖然我們無法埋沒良心，將客戶的資金投資於這間公司上，但我們也清楚知道，在轉虧為盈的概念帶動下，該公司股價有望在短期內迎來數倍增長。

那次是我們在大約六個月內第三次與該公司開會，不少跡象均顯示公司的文化經歷著正面的變化，構成利好因素。該公司在印度的品牌實力雄厚，即使數十年來嚴重管理不善，仍能維持增長及盈利能力。同時，公司不單委任了大量的新高層管理人員，更革新了董事會及出售非核心資產。公司主席於數年前成功搶得控股權，之後他親自帶領企業的變革。他向我們保證，他唯一的中期目標是要「釋放價值」，而且他的利益將會與我們一眾少數股東完全一致。此外，公司的估值亦處於較低水平，企業價值對銷售比率只有約 1 倍。有鑑於此，我們一度看好公司主席的言論及措施，可是我們並未作出投資。

我們嚴格遵守投資流程，在決策時寧願過於謹慎，也不要冒險犯錯。自我們與上述公司首次開會以來，公司的股價已經上升超過 100%。假如我們的估算正確，股價更有可能再次翻倍。然而，如果在我們入市，我們將要持續擔心的企業管治問題，最壞的情況更是需要向客戶解釋，為何我們忽視了所有危險訊號，錯誤地判斷企業的管理層及擁有人質素。根據我們的經驗，企業管治欠佳的企業，其創辦人會嘗試扮演領導角色改善企業管治文化欠佳的問題，但通常都只是公司在絕望下的應對措施。一旦有跡象顯示企業或股價承受的壓力消失，企業擁有人便會故態復萌，這就是所謂的「江山易改，本性難移」。

我們曾經遇上不少類似的情況。在發掘出可能轉虧為盈的公司後，我們往往會進行大量工作，例如召開會議、製作報告及與團隊討論，惟最終我們都未有作出投資。最近的例子涉及印度最大的非銀行金融公司之一，該公司專注於二手商用車融資業務。過去兩年，我們曾與公司管理層進行五次會議。該公司的每股賬面值年均複合增長率約達 15%，出色的長期往績令人欣賞。另外，公司的估值也算吸引，市賬率約為 1 倍。不過，我們對公司與股東是否利益一致感到疑惑，原因是公司採用多層擁有權結構，我們無法得知公司會否優先照顧少數股東的利益。這十年來，公司嘗試過進行三次轉型併購，反映其與股東的利益並非一致。在該三次交易中，兩次失敗收場，最後一次則是與另一個上市集團的非銀行金融公司合併。從這個例子中，我們同樣看到企業出現正面變化，而且往績記錄顯示，公司的中期股東回報或許相當可觀。縱然如此，我們卻無法違反投資紀律，將資金投放到上述公司。

近日印度市場氣氛活躍，刺激新公司紛紛上市。即使賣方經紀不斷批評我們未有充分把握機會，我們還是一如既往地避開新股市場。在一眾新上市企業中，我們留意到印度一間大型非處方藥 / 品牌仿製藥公司。該公司增長迅速，各項指標均處於吸引的水平。我們有理由相信，公司的管理層可帶動不俗的利潤增長，而且公司估值公道，市盈率介乎 20 至 25 倍。但問題是，我們對公司的多項關聯方交易不太認同（例如將酒店業務納入上市公司），加上印度仍有醫生不當出售處方藥的固有風險，故此我們不認為該公司是理想的投資選擇。該公司甚至曾向我們提供印度市場上罕見的機會，讓我們能在首次公開發售中獲配發大量股份，但我們仍然選擇不作出投資。結果，該企業在上月掛牌後，股價急升了 50%。

我們都聽過一個笑話，內容是某個經濟學家沒有撿起行人路上的一張百元鈔票，原因是他認為如果鈔票是真的，早就會被人撿走。同樣道理，我們未有抓住投資機會，並非因為我們是毫無想像力的分析師，或者我們的思考流程缺乏靈活性，而是我們早就對該類情況累積了數十年的經驗。舉例來

說，我們曾對印度電視廣播龍頭的潛在變革感到興趣。該公司計劃摒棄多數擁有權及董事會控制權制度，並轉型成我們看好及於亞洲策略中投資的跨國巨企。雖然公司以往的管治記錄欠佳，有關改革將可提高其投資價值。作為交易的一部分，來自創辦人家族的行政總裁將會繼續掌舵，而他已經領導公司接近 20 年。在我們與他的會議中，我們發現公司的資本配置不會出現重大變化。然而，資本配置問題正是我們原先對公司缺乏興趣的主因。有見及此，儘管公司的投資理據相當吸引，我們還是選擇避之則吉。其後，我們獲悉監管部門不願意給予犯錯的創辦人家族重新開始的機會。一旦當局可能會阻止交易，該公司將會再次成為不適合投資的選擇。

沒有鞏固基礎的企業將不堪一擊。我們相信並非所有公司均值得投資，大部分企業都不是令人安枕無憂的選擇。

我們的團隊結合了各項投資原則、理念及流程，它們就是我們在股海航行時的指南針。假如我們在這些事情上妥協，我們便會逐漸偏離路線。最嚴重的錯誤最初看上去都不太像錯誤，因此我們不能忽視最輕微的變化。人們總是會從小事開始妥協，不過很快便會有第二次、第三次的讓步，然後就會與目標南轅北轍。

正因如此，我們致力在投資紀律及靈活性之間審慎地維持平衡。我們的核心信念是長期投資成果絕少取決於短期成績，而是依賴審慎及持續地遵守投資原則、流程及理念。這個道理相當簡單，但知易行難。

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 6 月 22 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。

本文對具體證券的提述僅供說明用途，不應視成建議買賣有關證券。本文提述的所有證券可能或可能不會在某時期成為首域盈信資產管理基金組合的部份持倉，而持倉可能作出變動。

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文中提及的任何投資或公司的業績或履行償還資本。本資料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。