

客戶通訊

Solara 的慘痛一役

2023 年 10 月

對我們的團隊來說，每次犯錯均是分享和汲取教訓的好機會。在投資印度市場的這些年間，我們和客戶都成功避開嚴重的錯誤。雖然我們最近犯下了一個愚蠢的錯誤，但這個失誤也為我們帶來不少教訓及反思。本著這個想法，我們認為應向大家講述我們投資於 Solara Active Pharma 的故事。過去五年及十年，該公司「有幸」成為了本策略表現最差的企業。¹

我們與 Solara 的故事在大約三年前開始。於 2021 年初，各國實施防疫封城措施，「中國 +1」的新概念成為焦點所在。那時，全球供應鏈洗牌，印度的生產商看似能夠分一杯羹，特別是化工行業。受惠於龐大的需求，企業錄得可觀的利潤率。在此之前的多年間，我們一直追蹤著數間印度化工生產商，惟其估值欠缺吸引力，並在我們觀察期間變得更加離譜。結果，於 2018 年至 2019 年，我們與該等公司擦身而過，以致當時曾為「錯失」機會感到挫折。正因如此，當我們遇上以往績良好的企業家掌舵、增長前景正面，而且估值合理及市盈率處於約 20 倍的優質企業時，我們感到相當興奮；但未有料到這是不幸的開始。

我們最初的分析

Solara Active Pharma 是於 2018 年由 Strides Pharma 及 Sequent Scientific 兩間公司分拆而成。在醫藥行業中，原料藥製造商大多也會製作藥物配方或成品藥，往往與客戶構成衝突。Solara Active Pharma 擁有宏大的理想，目標是在有關行業中建立一個獨立的全球原料藥平台。我們認為，公司的使命與 Divis Labs 及更創新進取的台灣企業台積電有異曲同工之妙。² 於創辦人 Arun Kumar 的領導下，Solara 的股東價值在 30 年間大幅增長。在價值創造方面，Kumar 先生的往績不俗，但當中涉及以財務手段提高業績和投機交易的行為。不過，公司歷年來從未出現過少數股東被壓迫的情況。事實上，於 2004 年至 2021 年間，公司的股東總回

報年均複合增長率超過 20%，領先 Dr. Reddy's、Cipla 或 Lupin 等同業。³

儘管如此，我們對投資於 Solara 的初步分析結果不算理想，其顯示我們應該靜待更好的入市價格。我們不太喜歡 Solara 的創辦人過份熟悉市場運作，同時我們也留意到公司的其他風險。舉例來說，公司是在近年分拆而成，財務記錄只涵蓋三個年度。此外，公司的布洛芬原料藥產品集中度極高，中國封城使需求變得緊張，市場誤以為該項結構性變化將支持價格上漲，推高原料藥的價格。再者，於 2021 年 4 月，Solara 宣佈以全股交易方式收購另一間原料藥製造商 Aurore Life Sciences，而 Kumar 先生於其中持有少數股權，故此公司面對美國食品藥物管理局未必批准交易的風險。雪上加霜的是，不久前公司才將產能擴大一倍，並正等候相關審批。在完成報告後，我們帶著有關企業業務優勢及管治的疑問，約見 Solara 當時的行政總裁 Bharat Sessa 先生，而且在之後與 Kumar 先生會面。

會議上均具建議性，公司亦回應了我們的問題及顧慮。Solara 的創辦人及團隊明顯對業務感到樂觀。在此期間，印度最知名及成功的行政總裁之一 Aditya Puri 也加盟 Kumar 先生另一企業 Stelis Biopharma 的董事會。在 Puri 先生任職 HDFC Bank 時，我們便與他相識，並對他相當欣賞。我們認為，他選擇與 Kumar 先生及其集團合作，充分證明公司質素卓越。除此以外，於 2021 年 8 月，即我們約見企業的數個月後，Puri 先生便獲委任為 Solara 的主席，使我們更加相信該公司的管治水平極佳，未來數年有望取得增長。

買入股份

基於上述因素，我們欣然於這間未有實績的低市值公司中買入大量股票。以往我們亦曾多次作出類似決定，而且大部分投資都取得佳績。然而，在我們投資 Solara 後，一切卻馬上開始變差！

¹ 截至 2023 年 9 月 30 日的五年及十年，印度次大陸策略表現最差的投資

² 印度次大陸策略無持有該等公司

³ 印度次大陸策略並無持有提到的同業

⁴ 除息稅折舊及攤銷前盈利

Solara 情況不妙的第一個跡象，出現於 2021 年 12 月公司公佈的季度業績中，當時：

- Solara 的銷售減少 75%，拖累 EBITDA⁴ 水平下跌，與我們所預期的高增長截然不同。於疫情期間，公司的個別主要產品需求有所增加，但隨後掉頭向下。另一方面，在等待美國食品藥物管理局批准新設施期間，公司管理層堵塞部分新興市場的銷售渠道，以致公司需要與個別分銷商競爭，才能消化存貨。
- Solara 的董事會採取重大措施，包括辭退為錯誤決定負責的專業行政總裁及財務總監，然後委任公司合併對象 Aurore 的創辦人為新任行政總裁。
- 在一個月後，Solara 的董事會宣佈，經審查對 Aurore 的收購後，他們決定取消交易。有關企業依賴於疫情期間需求殷切的藥物，其後表現遜於預期。此外，剛加盟的 Aurore 創辦人亦辭任行政總裁一職。

正如大家所料，Solara 的營運阻礙，加上管理層出現變動，意味著公司陷入混亂狀態。我們多次與公司的創辦人及主要董事會成員溝通，他們詳細地說明了為解決問題而採取的糾正措施。例如，董事會選擇重新委任於分拆前負責業務運作的行政總裁及財務總監，藉此扭轉困局。在他們上任後，我們曾與他們對話，而且看好他們將力挽狂瀾。我們抱著樂觀的心態，並作出自以為合適的決定，選擇增持少量股份。

監察及溝通

在之後的一年左右，Solara 的管理層大致維持著業務穩定，但距離我們可以放心尚有一段距離。目前，公司的季度銷售運轉率接近危機前的水平。同時，利潤率持續回升，毛利率處於約 45% 的健康範圍，產能利用不足造成的虧損也有所降低。另外，個別設施亦取得了美國食品藥物管理局的批准，短期內可望實現合理的增長。雖然資產負債表顯示，公司需要進行股權注資，不過當前的槓桿水平已不再構成危險。

在 Solara 的業務穩定之際，公司的董事會亦成功物色到臨時行政總裁及財務總監的合適繼任人。在新任行政總裁 Poorvank Purohit 接棒後，我們把握機會與他接觸，並相信他對公司的前景頗為樂觀。然而，正當我們以為 Solara 的團隊和人事問題終於塵埃落定時，公司竟然宣佈 Puri 先

生及另一名董事已經辭職！在此問題上，我們持續與公司溝通。縱使我們滿意公司的經營表現持續改善，我們並不知道有誰可以保障我們的權益。

最重要的是，我們的客戶已經見證著 Solara 的投資價值下跌超過 70%。儘管我們持有的股份不多，而且從未超過投資組合的 2%，該公司卻是我們近年表現最差的投資。這自然令我們深切地反省自己的決定，並思考處理問題的不同方式及我們犯錯之處。

汲取教訓

我們認為，我們的第一個錯誤大概是未有明確界定自己擅長的投資範疇。從過去十年的表現來看，我們明顯於醫療健康 / 醫藥行業犯錯較多，並應加倍謹慎，甚至完全避開有關行業。

在檢討錯誤的過程中，我們第二個反思，是在無法與企業面對面溝通的情況下，我們的判斷有否受到影響。在各國禁飛期間，我們投資於 Solara 的所有重大決定都是建基於虛擬的互動。如果我們有機會親身拜訪企業及接觸員工，我們的團隊會否發現到重要的線索呢？虛擬會議通常是代替實際到訪企業的好選擇，而且符合成本效益。這數年間，我們就和大家一樣使用有關技術。不過，在評估新的企業時，我們亦不禁認為虛擬會議並不足夠。

第三個反思，是我們對投資於 Solara 是否過份積極。該公司肯定存在著一些問題，但以往面對類似的情況，我們大多會謹慎行事。換言之，這次我們的投資決定，也許正正源於我們害怕錯失機會。

最後，我們本應要注意到，於 2021 年，整個印度的原料藥行業都已交出了漂亮的成績表。現在回想起來，我們是被明顯的週期性增長沖昏頭腦，因而錯誤入市。市場無疑是一個好老師，我們會在未來的日子緊記教訓。

過往十年，我們堅持重視保本，在單一股票上虧損超過 20% 的次數寥寥可數。現時，我們於印度市場持有的 38 項投資中，只有 Solara 和另一間銀行擁有的一般保險商錄得 20% 的虧損。對我們來說，Solara 一役可謂慘痛，為我們帶來了刻骨銘心的教訓。

希望未來十年，我們不會再犯上嚴重的錯誤！

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 10 月 17 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。

本文對具體證券的提述（如有）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，首域盈信資產管理，盈信投資，Realindex Investments 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），Realindex Investments（註冊編號 53472532E）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）有限公司及首源投資（新加坡）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。