

全球新興市場股票

在2020年，主力經營電商、送貨及娛樂等業務的受追捧數碼科技公司表現份外亮眼。在新興市場中，這類公司不單稱霸中國市場，業務亦遍佈南韓、東南亞、東歐及拉丁美洲。不過，我們的投資策略並未持有大量相關資產，很多人都好奇原因何在。畢竟，至少在表面上，這些公司表現不俗，毛利率普遍偏高、營運資金為負並採用輕資產模式，有條件帶來豐厚回報及自由現金流。我們並非質疑這些公司的未來潛力，但認為投資者應該審慎看待大部分有關預測。

增長陷阱？

在投資世界中，「價值陷阱」通常是指統計數字上便宜（即市盈率或市帳率較低），可惜基本面持續轉差的公司。這類公司看起來甚為吸引，惟營運表現欠佳不利股價上升，導致表現持續跑輸市場，令投資者「大跌眼鏡」。

目前，不少受追捧的數碼科技公司的估值較高，基本面看似強勁，因此被視為是價值陷阱的相反。不過，我們通常會謹慎看待估值。原因是了解企業的經濟特徵和判斷行業會否實現增長是兩回事。價值陷阱型企業無法持續提高業務的相關價值，那麼，現時一眾受追捧的數碼科技企業又會否落得同一命運呢？

大部分數碼科技企業的業務模式均是將網下的貿易、廣告及其他服務轉到網上。雖然這些企業明顯顛覆了傳統的網下零售及媒體形式，惟企業本身的長線回報仍是未知之數。我們認為，問題的根本在於不少互聯網／電商行業的入行門檻及邊際成本較低，容易產生競爭，不利龍頭企業鞏固正在搶攻的利潤來源。

舉例來說，新興市場五大數碼科技企業（阿里巴巴、騰訊、美團、京東及拼多多）過去12個月的投資前自由現金流總額達到500億美元，相當於它們現時市值的2.5%。按照目前的表現推算，有關企業產生的自由現金流需要40年時間才能追上當前市值，即新興市場企業平均所需時間的兩倍多。換言之，投資者正在打賭這些企業能在未來數年大幅提高自由現金流增長率，但這個想法又是否符合現實呢？

龐大的用戶群體和交易量往往能反映公司的客戶參與度及品牌影響力。然而，數碼科技公司卻是從現有渠道取走市佔率，並改以終端客戶作為利潤來源（即消費者盈餘）。由於這些企業的成本及資本開支大多低於傳統渠道，他們憧憬能

在發展至一定規模後從客戶身上圖利及賺取高利潤率。問題是，我們開始留意到，數碼行業競爭壓力加劇，尤其是電商和外賣服務等，令上述做法比想像中更難實行。

阿里巴巴被競爭對手拼多多迅速搶走市佔便是個好例子。拼多多成立僅五年，而且年年都錄得虧損，但在最近12個月，公司的活躍用戶激增至7.31億的驚人水平，足以媲美創立超過20年的業界翹楚阿里巴巴（7.57億）。與此同時，中國網上旅遊預訂行業亦出現類似的情況。例如，目前的市場霸主攜程旅行網（現稱Trip.com）每每打算提高佣金之際，便要面對另一新晉業者美團掀起的價格戰威脅。中國絕非唯一一個出現行業競爭的市場。我們發現，蝦皮購物（Shopee）亦在東南亞採用類似戰術對付來贊達（Lazada），而B2W及Magazina Luiza則在巴西迎戰Mercado Libre。換句話說，行業的顛覆者將終端客戶及商戶變成忠誠度極低的交易尋求者，導致企業的獲利能力受制。我們認為，這就是商品化行業的特徵。

當然，上述情況也有例外，例如垂直整合型公司或受惠於真正網絡效應的公司，便出現「贏家通吃」的現象。不過話說回來，要判斷這些公司的前景並不容易。嘗試垂直整合業務的企業以提供分銷及物流服務等方式提升附加價值，惟這往往令資產密度上升，進而損害回報。另外，反壟斷監管亦對受惠於網絡效應的公司構成重大挑戰。幾乎成為史上最大IPO（新股發行）的螞蟻金服就是一個好例子。中國監管機構以極端手段阻止螞蟻上市，並要求該公司對業務模式作出重大改變，嚴重削弱了公司對投資者的吸引力。另一個例子是中國政府於2018年成立遊戲監管部門，藉此牽制騰訊。假如政府採取針對其他公司的額外措施，例如頒佈有關僱用臨時工的法規，又或是針對不少自由職業者被剝削的「零工經濟」實施規定，我們也不會感到意外。

毫無疑問，某些數碼科技公司最終將會開拓出可持續的業務模式，現時全球投資者大多從有估值溢價的公司（意味能帶來長遠的持續增長及回報）賺取最多回報。目前的情況固然有別於科網股泡沫及60年代末至70年代初「只管買入就好」（“the only rule is to buy”）的「漂亮50」（Nifty Fifty）時期，可是投資者入市的結局可能大同小異。在上述兩段時期不顧估值而入市的投資者最後均蝕錢收場。例如，在1972年高位買入一籃子「漂亮50」股票的投資者，便足足等了接近20年才收復失地。於1999年12月買入微軟的投資者，則在17年



後才追上買入價。亞馬遜亦曾經從1999年12月的高位急挫95%，直至2009年才「重返家鄉」。由此可見，就算這些公司擁有出色的業務及卓越的管理團隊，但依然難逃厄運。

此刻，受追捧的數碼科技公司的管理團隊正走在不斷加速的發展道路上，而且不能放慢腳步。他們一旦停步，便會被後起之秀取代位置。正如我們最近與一間持續虧損的拉美電商巨頭會面時了解到，不惜任何代價維持增長成為了新一代管理層的共識。當我們問及公司會否聚焦利潤率及盈利能力時，管理層則表示：「我們非常清楚，投資者以銷售倍數來衡量我們的價值」，反映企業願意在增長及盈利能力之間作出取捨。

正如價值陷阱型企業無法提高業務的相關價值一樣，我們相信，不少受追捧的數碼科技公司亦會落入同一命運。這類公司缺乏穩健的自由現金流，因此我們抱持審慎態度。我們相信，這類公司對長線投資者來說缺乏吸引力，貪圖高增長率而買入這類股票的投資者可能將跌入另一個投資陷阱。

投資組合最新情況

於2020年5月的上一份通訊中，我們討論了在疫情構成短期不利因素下，我們仍然看好投資組合內金融及旅遊相關企業的原因。於執筆之時，不少優秀公司均陷入倒閉邊緣，當中不乏成功過渡1990年代債務危機及十多年前全球金融危機的公司。然而，就像我們當時所指出，我們不少持股的結構性投資環境有望在未來數年好轉。以銀行為例，穩健的資本狀況及競爭前景改善（當中實力較弱者會繼續面對經營困難），將有助各間銀行在疫情後較快復甦及提高盈利能力。至於旅遊相關企業，隨著競爭前景轉趨明朗，加上企業重視節省成本，經營槓桿應能在需求回升後大幅改善，因此利潤率及盈利能力可望強勢反彈。

一旦需求復甦，餐飲將會是另一個受惠於經營槓桿的行業。於先前的通訊中，我們已經討論過投資組合持有的百勝中國及Alsea。自上一份通訊後，我們將另一間餐廳營運商快樂蜂餐飲集團（Jollibee Food Corporation）納入組合。

快樂蜂餐飲集團

在高吸引力、高增長的菲律賓市場中，快樂蜂是首屈一指的快餐店品牌。除了快樂蜂品牌外，公司亦於當地經營多個其他品牌，包括Mang Inasal、超群（Chowking）、Greenwich、Red Ribbon及漢堡王（Burger King）。另外，快樂蜂還進軍國際市場，例如在越南經營Highland Coffee、在中國經營永和大王、在美國經營Smashburger，以及在亞洲及美國經營Coffee Bean & Tea Leaf等。

我們於多年前開始留意及監察快樂蜂的表現，一直很滿意其高級管理團隊的經營能力。現時，該團隊由在2014年上任的行政總裁Ernesto Tanmantiong領導。快樂蜂於1975年

由陳覺中及其家人在奎松市庫寶區創立，前身是一間名為Magnolia Ice Cream的雪糕店。於開業後不久，該店開始售賣熱食及三文治，而且大受歡迎。於是，陳氏一家決定將雪糕店轉型成快餐店，並改名為快樂蜂。此後，快樂蜂品牌迅速壯大，如今已是菲律賓最大的餐廳企業，旗下共有超過3,000間食肆。公司的市佔率達到55%，相當於三大競爭對手總和的大約兩倍，市場霸主之位無容置疑。

就像我們組合內另外兩間餐廳企業百勝中國及Alsea一樣，快樂蜂的經營規模超越同業，這除了帶來基礎設施優勢外，在與供應商及業主磋商上亦帶來可觀的競爭優勢。更重要的是，大部分門店均由快樂蜂擁有及營運，不單能確保出品一致，更可加強控制用戶體驗及食品安全質素，這對維持行業內客戶的忠誠度尤其關鍵。作為當地餐飲業的先驅，快樂蜂以數十年時間建立強大的護城河，使競爭對手難以匹敵。

當然，快樂蜂的利潤及盈利能力亦反映出上述各項優勢。舉例而言，公司於當地店鋪的除息稅前盈利率達到16%，在全球數一數二。此外，快樂蜂預先收取客戶的現金付款，但於收貨後才向供應商付款，形成有利的營運資金循環，故此內部產生的現金足以應付大部分資本開支及店鋪擴張計劃。受今年較早時爆發的疫情拖累，快樂蜂股價下跌，為我們帶來新增持倉的機會。雖然快樂蜂於第二季錄得現金虧損，但在第三季已經重新錄得現金利潤。另外，公司的管理團隊在近期的會議上公佈了重大的成本削減計劃。公司相信，有關措施可令每間店鋪的可持續盈利較疫情前提高15-20%，當中甚至還未計及部分新收購海外品牌轉虧為盈的情況（例如Smashburger及Coffee Bean & Tea Leaf）。公司先前已就有關品牌作出前期投資及支付重組費用，預期未來數年的有關開支將會減少。

鑑於上述變動，在封城措施放寬後，快樂蜂應能利用經營槓桿效應大幅提升盈利能力。同時，基於市場滲透率仍然偏低，公司的增長空間仍然龐大。例舉，快樂蜂只在11%的菲律賓城市設有分店，而管理層認為公司能在20%的城市賺錢。在越南，這間最大的餐廳營運商僅有350間快樂蜂品牌分店，較菲律賓的1,100間少得多。換言之，快樂蜂的增長在核心市場尚處起步階段，未來數年現金流可望展現強勁增長。

一般保險

我們認為，一般保險是市場對疫情的影響作出過分負面反應的另一個行業。有見及此，我們在過去八個月深入觀察該行業，並決定新增兩項持倉，分別是印度的ICICI Lombard General Insurance，以及較近期買入的墨西哥企業Qualitas Controladora。我們相信，兩間公司擁有出色的管理團隊，加上在帶來重大長期增長機遇的國家定位吸引，實力尤其強勁。



根據我們的研究，成功的一般保險商往往具備數項特質。第一，該類企業是一項或多項業務的龍頭（通常是汽車類或健康保險類相關）。第二，該類企業的競爭優勢源於避開特定業務，並且審慎選擇所承擔的風險。我們發現，絕大部分的成功保險商均擁有傑出的管理團隊。他們具備逆週期思維，並且願意放棄可能會帶來短期利潤，但長遠會帶來巨額虧損的承保風險。第三，該類企業傾向以審慎方針投資浮存金。在名義及實際利率維持於吸引水平（而且很可能於可見將來仍維持吸引）的國家中，投資浮存金是一項寶貴的資產。頂尖的企業會選擇充分利用複息效應，不會為投資劣質企業或嘗試捕捉市場時機而承擔過高風險。

ICICI Lombard General Insurance

ICICI Lombard General Insurance 於2001年創立，歷史相對較短。該公司原本為 ICICI Bank（我們的全球新興市場策略的另一持股）與 Fairfax Financial Holdings 成立的合資企業，在2000年印度允許私人公司經營保險業務後，其迅速成為當地最大的私人保險商。公司最初借助 ICICI 的品牌優勢推動發展，並搶先與汽車代工生產商及經銷商網絡建立業務關係，藉此推銷保單。後來，公司減少對 ICICI Bank 的依賴（目前只佔銷售的7%），Fairfax 亦退出了合資企業。然而，憑藉發展成熟的客戶關係、分銷網絡及品牌優勢，公司仍然能維持佳績及盈利能力。這些護城河協助公司鞏固最大私營保險商的領先地位，時至今日，其市佔率達到7%。

過去十年，ICICI Lombard General Insurance 的綜合比率¹高出行業水平接近1000個基點（現時為99%），足見其擁有強大的風險選擇及承保控制能力。保險服務在某程度上是項「商品」，大部分客戶並無傾向選擇哪間保險商，通常只會按價格作出決定，所以上述能力是一般保險商的成敗關鍵。由此可見，企業管理層需要慎選戰場，而我們認為 ICICI Lombard 在這方面表現理想，能清楚區分會做和不會做的事。例舉：

- 在投資浮存金的20年間，ICICI Lombard 的固定收益投資組合從未出現延遲派息（甚或違約）的情況，亦未有投資於最近破產的多間企業（例如 IL&FS、DHFL、Cox & Kings 等），反觀不少保險同業則要就有關投資撇銷虧損。同時，ICICI Lombard 的股票組合以優質企業為主，加上能夠避開投資錯誤，因此回報的複合年均增長率高達22%以上。
- 在成立初期，管理層需面對定價監管制度消失（即收費自由化）造成的市場亂局，ICICI Lombard 的管理層當時決定控制增長，並專注追求利潤。相比之下，眾多保險同業繼續擴大業務及搶奪市佔，期間產生巨額虧損。當時，ICICI Lombard 成軍只有六年，我們對其逆市而行的舉動印象深刻。於2002年至2007年期間，公司的複合年均複合增長率高達154%，而在之後的三年卻只有7%！

- ICICI Lombard 在設立儲備金方面一直領先同業，並且是首間以透明方式披露有關過程及金額的保險商。至今，公司已經連續九年錄得儲備金盈餘（即儲備金輕微超過需求）。

- ICICI Lombard 有能力放棄大型行業市場，而又毋須擔心整體市佔。以公司最近停止承保農作物保險為例，考慮到有關業務佔其2020財年收入高達17%，此決定甚為大膽。

印度的人均非人壽保險保費為18美元，於新興市場中敬陪末座，遠低於中國的185美元和大部分發達市場的超過2,000美元。換言之，印度的行業利好因素應可於未來數十年發揮作用。ICICI Lombard 是我們所見過擁有最出色管理團隊的公司之一，並且能夠利用浮存金投資增強基礎業務實力，加上行業長遠前景向好，因此我們相信公司長遠可以為股東帶來豐厚回報。

Qualitas Controladora

本策略投資組合新加入的另一間企業是墨西哥汽車保險龍頭 Qualitas Controladora。該公司的市佔超過30%，相當於第二大保險商的兩倍多。過去十年，Qualitas 的盈利複合年均增長率達到32%，平均股本回報率為27%。在該段期間，公司的綜合比率平均達到92%，反映業務的盈利能力極佳。至於銷售額方面，墨西哥佔比達到92%，公司在該區的市佔為30%。美國的銷售額佔比為4.8%，公司並未針對美國國內市場經營業務，而是側重經常跨境的商用汽車。其餘銷售額來自哥斯達黎加、秘魯及厄瓜多爾，公司在三個國家的市佔率分別為8%、2.5%及8.5%。Qualitas 的經營網絡包括遍佈墨西哥的200間服務辦事處及超過260間發展辦事處，各間辦事處由特許加盟商擁有及經營。公司旗下有16,300名非獨家代理，佔銷售額的60%，是業務的支柱。

Qualitas 的管理團隊由主席兼創辦人 Joaquin Brockman 及行政總裁 Antonia Correa 領導，而且與 ICICI Lombard General Insurance 一樣，公司風險意識極高，而且專注推動盈利。公司只經營汽車保險業務，在業界佔據領導地位。公司以賠付率（而非保費增長）作為整間企業及旗下代理的獎勵計算指標，因此各級管理層均著重以理想的價格賣出合適的保單，而非盲目追求市佔。

Qualitas 並計劃逐步進軍其他行業，例如健康保險等。我們相信其管理層將可助公司取得大量市佔，進而維持中期增長，特別是現時墨西哥的非人壽保險市場與印度相似，人均保費只有116美元，滲透率仍然極低。此外，Qualitas 在過去十年一直研究鄰近國家的市場，現時已有足夠信心加快在該等國家的增長（目前佔公司銷售額的8%）。我們相信，憑藉傑出的管理層、穩健的業務及良好的未來增長前景，Qualitas 為投資者帶來吸引的長線投資機會。

¹ 綜合比率是保險商日常營運的盈利能力指標（不包括投資收入）



前景展望

2020年為本策略帶來挑戰，但我們仍看好投資對象的長遠發展。我們持有的企業身處具備吸引力的行業，而且是擁有龐大競爭優勢的市場龍頭，能夠產生巨大現金流。另外，這些企業未來三至五年的增長空間相當可觀，在強大的管理層領導下，有能力安然渡過危機。未來數年的公司股價會否反映

這些「由下而上」的基本利好因素仍不得而知，但我們依舊有信心投資組合的持股能夠帶來穩健的長遠回報。

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，感謝您的支持。

資料來源：公司數據來自公司的年報或其他投資者報告。資料截至2020年11月30日

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是首源投資(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。