

英雄與惡人 - 對印度企業家族的看法

不久前，首域盈信與一名印度企業的高層會面，他將英國經濟學家Joan Robinson的名言改述成：「你對印度的所有形容，反過來說也一樣真實。」大家認同他的看法，特別是近日針對印度一間大型企業集團的沽空機構報告在廣泛報導後，現在全球都對印度企業家族抱持質疑態度。事實上，投資者仍然樂意採取偏重於支持印度最出色企業家族的投資取向。雖然印度的部分家族企業擁有不俗的管治標準，且能在過去數十年持續創造股東價值，但在市場上投資者亦發現不少不會作出投資的印度公司。

長遠盡責管理思維的企業

投資者看好家族企業，因為他們追求長遠業務發展。換句話說，他們會像優秀的資金管理者一樣考慮未來數代的前景。這些公司會留意長期的不利及利好因素，然後按此調整業務模式，他們也著重保本及維持往後數十年的競爭力。投資者不時發現，缺乏長遠盡責管理思維的企業未能符合上述要求，導致他們只顧短期成績，淪為管理層任意圖利的工具。正因如此，這兩年來投資者對新上市企業保持觀望態度。該類企業的股權主要由私募基金持有，其本身受到基金年期的限制，當中部分公司增長過快，顯示他們可能缺乏審慎思維。

印度企業的管治標準

最近20年，印度企業各方面的管治標準普遍有所提升。在此期間，股票市場不時出現詐騙案或企業倒閉的消息，驅使監管機構制定更完善的規定，以便保障少數股東。舉例來說，在2003年至2007年，大量印度跨國企業的上市附屬公司以低價進行私有化後，當地監管措施亦作出改善。現時，印度規定企業私有化需要獲得大部分少數股東的批准（比例為2：1），而且應透過反向詢價程序決定私有化價格，從而保護少數股東不受掠奪性私有化的影響。當局更推出隨售規定，防止企業擁有人以優惠價出售股權。同樣地，關聯方交易將受到密切監察，如超過特定門檻，則須少數股東批准。換言之，在印度市場上，企業的母公司將無法向當地附屬公司收取過高的專利/特許權費。另一方面，董事會的角色亦持續增強。按照現行法例，董事會成員須以獨立董事佔大多數，並明確劃分主席及行政總裁的職責。此外，獨立董事及核數師的任期也設有限制。

在經歷上述變化後，印度股票市場的機構持股增加(尤其是外資擁有權比例)，足證當地股市的監管水平領先其他新興市場。在大約20年前，只有約70間印度企業的外資持股比例超過1%，但如今已經超過700間。另外，世代交替亦為企業提高管治標準增添動力。初代創業家的孩子通常擁有較高的教育水平，而且曾在大型機構累積工作經驗，故能明白高質素管治帶來更優秀人才、利好估值及減低壓力的優勢。當他們接手家族事業後，他們通常會提升企業的管治標準。例如，老一輩或會執著於節省稅項或逃稅，反觀新一代掌舵人卻會理解企業合規有助籌集外界資金。

近期首域盈信到訪印度作出研究，大部分企業均表示，現在的印度是擁有一級合規水平的第三世界國家，並有利於以可持續方式營商的企業。最後，印度的管理人才明顯受惠於發展成熟的跨國企業附屬公司，例如紮根當地數十載的印度聯合利華（Hindustan Unilever）。截至目前，單是該公司在印度的企業已有約500名最高管理人員。多年來，無數的年輕管理人才走遍不同市場，學習頂尖的管理技巧，並為有意提高專業化程度的當地家族企業作出貢獻。首域盈信親自見證過多間公司的轉型，並持續尋找類似的投資機遇。

減低錯判形勢的風險

話雖如此，上述企業仍然只屬少數，尚未形成主流現象。如果投資者以為印度所有企業家族都重視長線發展及持份者的利益，便會錯判形勢，損害印度投資組合的價值。有這種想法的投資者或會發現他們的印度投資組合會出現虧損。首域盈信的投資流程旨在消除有關風險。舉例來說，當首域盈信首次與企業會面時，絕少會討論公司本身的業務，反而會專注了解他們的主要僱員及發展歷程。在企業成立初期，企業通常會背負所謂的「原罪」（創辦人會從某項直接的犯罪行為或灰色地帶中獲利），而首域盈信將會深入了解其後企業如何改變思維。這個過程與行業的大部分流程一樣，需要依賴投資者的判斷。在其他情況下，投資者也會花時間與企業的獨立董事見面，以評估他們是否確實履行職責，積極制衡企業創辦人/ 擁有人家族的不合理決定。同樣重要的是，投資者會向可靠的企業擁有人及管理者打探公司的聲譽。歷年來，這做法幫助首域盈信避開了不少「地雷」。由此可見，在開始分析企業的業務模式前，企業先需要在多個重要範疇符合要求。否則，將無法保障客戶的資產。

市場觀望

EYE ON THE MARKET

另一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，首域盈信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，首域盈信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，投資者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，投資者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，首域盈信卻無法違反投資紀律，將資金投放到上述公司。

減低錯判形勢的風險

首域盈信的團隊其中一個堅信的信念是有些企業價值並非以價格作衡量。無論企業的估值或業務實力有多吸引，倘若投資者認為企業擁有人及管理者未能達到標準，將拒絕作出投資。

正如文章一開始提及的會議中，該印度企業的高層總結指出：「要是你為印度拍一張照片，畫面必定是一片混亂和醜陋；但如果你將它視為一套電影，印度會是一套好作品，而在寶萊塢，所有故事都會有幸福的結局！」投資者認為，在印度市場投資的情況也很相似。假如只看某一刻的表現，約見及投資的企業表面看看上去未必吸引。然而，就像投資者經常提到，投資企業重要的是旅程本身，而非抵達終點。相比起吸引的投資概念和誇誇其談的可持續發展報告，公司的發展方向，以及擁有人和管理者作出決策背後的精神才更重要。首域盈信看好印度的發展，這套電影相當漫長，劇情一波三折，偶爾還會走回頭路，不過正確的投資選擇必定會帶來美好的結局！

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9月或另行註明。

聲明：以上資料由首源投資(香港)有限公司（「第三者」）提供。本文件所列載的資料或表達的意見乃截至2023年10月10日。本文件只載有一般資料供參考之用，而非任何證券買賣或參與集體投資計劃的要約、建議、廣告或邀請。由於本文件當中的資料和數據乃取自第三者，這些資料及數據可能是不完整或經簡撮，會因市場環境及其他情況而改變，任何修改將不作另行通知。萬通保險國際有限公司（「本公司」）並不會就這些資料及數據的完整性作出表述、保證或負責。本公司並不確保以上資料能完全切合投資者的需要、投資目標及可承受風險的程度。任何人士若依賴本文件所列載的資料作個人投資決定，其須自行承擔有關風險。任何人士於作出投資前，應就有關投資是否合適尋求獨立意見。投資者應注意各種投資皆有潛在風險，會受到市場及匯率波動的影響。投資單位價格及其收益可升可跌。投資的過去表現及波幅，並不一定反映或保證其將來的表現。除獲得萬通保險國際有限公司的書面批准外，本文件的內容一律不得作任何形式的轉載。

科技發展為健康護理行業帶來機遇

您有否留意科技一直推動健康護理行業的廣泛創新趨勢？市場往往低估了科技在健康護理行業發揮的作用。當提到科技在日常生活擔當的角色時，投資者較易聯想到大型資訊科技企業，但科技的影響無遠弗屆，而且正在塑造各行各業的未來。投資者相信大量科技應用湧現，將會重塑健康護理行業，並影響人們的體驗。

從哪些方面可以看到醫療保健領域的技術進步？

安全技術發展及包裝技術

注射器的安全技術發展帶來重大裨益，避免醫護人員因意外針刺而接觸到血源性病原體及藥物。這項技術非常成功，現時安全注射器已成為多個國家的護理標準，而這類監管要求有望為企業帶來穩健的收入來源。在健康護理行業，包裝方面的科技應用同樣被低估。市場往往聚焦於新研發的生物製藥分子；然而，藥物包裝亦需要創新的物料技術。高價值分子提升對專門包裝的需求，以防止污染和減少浪費。

雖然安全注射器及包裝所使用的技術未必令人非常振奮，但兩者的價格低廉，卻是其價值鏈的關鍵元素。此外，這些產品的定價能力強勁，監管法規的實施有助其享有持續的收入來源。

手術機械人

創新科技亦迅速重塑手術室面貌。近年，手術機械人系統已成為外科醫生手眼的延伸，有效減少手術成果的差異，並有助減低手術完成後的併發症。

資訊科技系統

數據分析與科技日漸整合，例如把視像及影像截圖用於培訓、檢討和規劃等用途。設有嵌入式處理器的「智能」骨科植入物可收集及傳輸實時手術數據，用於改善手術成果，從而減少再次進行手術的需要。人工智能技術有助研發預測及決策方面的應用，包括疾病的早期檢測、疾病發展預測及患者管理建議。人工智能、數據分析與機械人技術的整合可以產生強大的成果。

在連結實驗室、藥房與診症室及醫院方面，資訊系統的作用更為重要，以確保數據和工作流程順暢，使通訊和決策過程更迅速、更明智。這些平台已成為工作流程的關鍵元

素，而轉用軟件即服務的業務模式，意味著這些行業特定平台的收入在整個經濟週期有望更穩定。

藥房自動化

在藥房內，藥丸數算及包裝自動化可讓藥劑師專注於較高增值的工作，並減少配藥過程中的失誤。這些技術應用逐步提高整個系統的成本效益，有助健康護理行業開拓新領域，例如長期護理。

探索未被發掘的機遇

這些廣泛的科技應用可提供一系列增長機會，同時亦帶來相對強韌的表現。科技創新，加上人口結構帶動需求等長期動力，有助企業在各種經濟環境下實現穩定的盈利增長。儘管健康護理科技有助提高生活質素及延長壽命，但市場對其關注度一般較低，未必如面向消費者的科技應用般令人振奮。這些「低調」的科技公司為投資於改變生命的創新科技提供機會，同時帶來穩定增長及更佳的下行保障，而且與市場廣泛討論的領先創新企業比較，其估值更具吸引力。

科技促進健康行業的機遇

健康護理行業的市場翹楚透過可持續的盈利性增長，以及強勁的自由現金流，維持未來的創新投資。隨著時間推移，這股強大動力有望帶來持續及可觀的股息增長，支持強勁的整體表現。一家公司如果能夠提供可持續及可觀的股息增長，被認定為擁有優質及強韌的業務模型，可於整個商業週期穩步增長。市場認為，健康護理行業的增長由創新科技帶動，加上其固有韌性，吸引增長型投資者。

投資者認為，人工智能等元素已成為很多現有技術的重要組成部分，隨著這些元素不斷發展，而且重要性日增，新機會將陸續展現，因此健康護理仍然是一個具吸引力的領域。健康護理科技將繼續成為由創新科技帶動增長的重要來源，並偏向強韌的業務模型，市場相信這對增長型投資者來說應具吸引力。