

首域盈信亞洲
印度股票
2019年5月客戶通訊

首域盈信亞洲 — 印度股票

莫迪會否連任？

最近，一位憂心忡忡的客戶問：「印度總理莫迪(Modi)會連任嗎？還是不會？現正舉行的大選對投資印度公司的理據有甚麼影響？」我們不知道莫迪會否連任，但深信大選結果不會對印度股票的投資理據造成重大的影響。

首先，印度人民及企業對政局轉變習已為常。自從印度於1991年開放當地經濟以來，不同意識形態及政治實力的政府先後執政，而最重要的是它們的任期亦相差甚遠。一個在1996年上台的政府就任只有16天便倒台，另一屆政府則在2004年至2014年期間持續執政。現任總理莫迪領導的右翼政府在國會下議院擁有絕對大多數議席，反觀上屆的聯合政府由多達27個政黨組成，各有不同的議程。

然而，儘管印度曾經由多個不同政府統治，但改革進程並無受阻，商品及服務稅(GST)便是最佳例子之一。這項措施於2000年開始討論，之後繼任的每屆政府都為其執行計劃凝聚政治共識，最終在2016年為此立法。雖然進展過程緩慢，但這些背景各異的政府並無改變初衷，堅持落實開徵商品及服務稅的政策。同樣，印度曾經開放保險及礦業等多個行業，引進私人競爭，亦容許外資參與當地的電訊、保險及零售業。在這些例子中，改革計劃一旦執行，後來的政府都不會改變原有路線，縱然它們的政治意識形態大相逕庭。

不過，其他國家未必會出現相同的情況。馬來西亞在2015年開徵商品及服務稅，但是當政府換屆時，這項措施便遭廢除。我們認為印度貫徹改革計劃是支持當地經濟在過去25年平均增長6.7%的主因，縱使該國在期間經歷不少挑戰，包括亞洲及全球金融危機、與巴基斯坦開戰，以及全國大部份地區發生嚴重旱災。

其次，外界經常過份強調中央政府的角色。印度採用聯邦制，其29個邦在向人民及企業提供公共服務方面均發揮重要作用。服務民眾及企業的行政人員中，95%受聘於邦政府而非中央政府；這些公務員從地方層面監管商界運作。另外，當地約三分之二的政府總開支亦由邦政府撥款及控制，而非中央政府。因此，即使全國政府在這次大選之後出現更替，對人民的日常生活只會造成有限度的影響。

最後，我們不會投資於那些前景受到政局變化所影響的公司，以及那些受到嚴格監管或容易遭受政治干預的行業，因為這些行業的貪腐問題相當普遍。在這個情況下，我們傾向不投資於礦業、肥料或製糖業的公司。我們致力在滲透率偏低的行業中，物色由誠實和勝任的管理團隊營運的優秀企業；不論由哪個政黨執政，這些公司都有締造卓越業績的潛力。

然而，公佈大選結果後，股價可能出現短暫波動。回顧過去20年的五次大選，當地指數於宣佈大選結果當日平均變動6.8%，但這並無影響我們持有公司的業績或長期股東回報。在過去20年，MSCI印度指數的年度回報(以美元計)為9.8%，反觀MSCI中國指數的回報只有6.4%、MSCI亞洲(日本除外)指數為8.1%，而MSCI新興市場指數則為7.7%；本投資組合在期內的年度回報(以美元計)為12.5%¹。鑑於印度低滲透率的行業中不乏優秀的公司，加上每屆政府都會貫徹執行改革計劃，我們認為印度股票的長期回報仍然具吸引力。因此，我們將把握投資者因市場下跌而作出本能反應的機會，增持現有公司的股票。

可動用的資金

在過去數年，本投資組合持有的現金(現為9%)高於我們希望的水平。我們經常接到客戶查詢，亦不時反思這

個問題：高現金水平有否與我們對投資長期表現的堅定信念互相衝突？

我們對投資組合的適合現金水平並沒有特定的觀點；這是「由下而上」選股策略和建構投資組合程序的剩餘結果。我們專注於保存資本，締造長期絕對回報，因此對於升市時期的現金拖累(不管它叫甚麼名稱都好)情況不以為然。

我們每年與350家印度公司會面，至今仍發現高質素的公司。我們的可投資領域亦由2012年的140家公司增至現時的220家，而投資組合持有當中40家。不過，這些公司的估值在期間上升，對投資組合的持倉規模造成影響。

以雀巢印度(Nestlé India)為例，該公司憑藉其知名品牌在滲透率偏低的市場擁有支配地位，因而成為本基金可投資領域中實力最強的消費商之一。現任行政總裁Suresh Narayanan先生銳意大展拳腳，重燃該集團發展業務的意欲。該公司的最暢銷產品美極即食麵(Maggi)在數年前遭暫時禁售，而Narayanan先生於這個危機時期加入管理團隊行列。當時，我們有信心管理層能夠處理危機，並把握這個機會增持至佔投資組合約9%。此後，美極即食麵的問題順利解決，業績加速增長，股價上升接近一倍。以預期市盈率計算，該股現時的估值為49倍，高於其20年中位數的36倍和母公司Nestlé SA的21倍。基於估值偏高，我們被迫減持至現時的5%的水平。

一般來說，本基金投資組合的持倉比重取決於三項因素：公司管理層和業務質素、未來增長前景和已動用資本回報率，以及長期估值。

我們亦對Oberoi Realty的長期增長潛力感到興奮；它是印度最大規模的房地產發展商之一。在這個管治質素向來欠佳的行業中，公司主席Vikas

1 資料來源：彭博資訊。所有回報數據均超過20年，截至2019年3月31日

Oberoi奉行嚴格管治標準的經營方針確實讓人眼前一亮。我們亦欣賞其逆週期的資本配置策略：隨著市場動力轉弱，他選擇持有淨現金，而大部份同業則過度槓桿。監管當局在近期修訂規管條例後，消費者陸續改為選用Oberoi等商譽良好的發展商；該公司在準時完成項目及建築質素卓越方面擁有優秀往績。長期來說，我們認為Oberoi的業務將進一步增長；以預期市盈率計算，該股現時的估值為2倍，較資產淨值折讓20%，與2010年上市以來的平均估值相若。

不過，Oberoi Realty的持倉只佔投資組合2.5%；由於房地產業務的固有風險較高，因此我們決定只持有少量股份。房地產屬週期性及資本密集的行業，如果利率等宏觀經濟變數出現變化，將對Oberoi高級公寓的需求造成嚴重的影響。基於這些公司業務模型的固有風險，我們在現階段把Oberoi的倉盤控制在投資組合的2%至3%水平，但我們對其管理質素和長期增長潛力有信心。

以上兩個例子說明我如何決定每項投資的持倉規模；我們將因應特定的關鍵時刻決定投資組合每個持倉的比重，而現金是剩餘結果。一位同事最近問我：「為甚麼要與客戶溝通？又維持開放式投資組合的運作模式？投資組合的現金水平接近10%，不是應該回饋客戶嗎？」我們偏好那些擁有淨現金的公司；不時有意見認為這反映公司未能有效運用資金。然而，我們支持公司管理團隊在危機時期善用這些實力，因為這時將展現最具吸引力的機會，從而為股東締造長期價值。我們希望客戶亦能以此看待本基金；我們致力保存資本，並取得合理增長，現金為我們提供可觀的靈活性以實現目標。正如古諺所說：「信靠上帝，但亦要作好準備。」(Put your trust in God; but mind to keep your powder dry.)

新增持倉 – 變革成效尚未展現

ICICI Bank新任行政總裁Sandeep Bakhshi與我們會面時表示：「我們現在已清楚知道應不作哪些投資。」根據我們的經驗，一家公司釐清界線並明確制定需要迴避的領域，可於多方面帶來裨益 – 這有助減輕管理層的負擔，毋須被迫追求一些低增值(或破壞價值)的業務活動。更重要

的是，企業文化其後將作出調整，以適應新的規則，並自行選出「合適」的人選。作出這種說明往往是高層銳意推動企業文化變革的印證。

在過去二十年，ICICI Bank急速成長，因此在印度大部份資產質素泡沫期間難免置身其中。多年來，我們與ICICI Bank會面後作出的評語，往往包括「容易發生事故」、「進取」、「順週期」及「受其規模和疲弱文化所拖累」等描述。事實上，該銀行的前任行政總裁因涉及貪污而遭解僱，進一步強化這個觀點。我們會面的實際目的是查看銀行有否作出任何改變，多於積極考慮投資。

「我也擔心會再次發生同類事件，即使近期成功迴避一些失誤，但我們也懷著謙卑的態度。」他承認銀行確實存有問題，而歸根究底，是由企業的疲弱文化和不合理的激勵措施所造成，因此現正從多個不同層面作出變革，以解決這些問題。該銀行已表明有意結束高風險的借貸業務，例如項目融資和國際貸款業務，兩者過去的資產質素均相當疲弱。風險團隊有權否決任何貸款決定，據悉團隊現時亦經常行使這個權利。環境、社會和管治(ESG)準則現已納入貸款流程。這是建基於Bakhshi先生的觀點，即「不尊重環境或社區的企業家也不會尊重貸款人」。銀行亦精簡其激勵機制。現時所有激勵措施的重要指標均與風險調整後的營業利潤掛鈎。其他變動包括關閉以往只供高層管理人員使用的行政人員餐廳。

我們認為該銀行的董事會(尤其是獨立董事)過去未有充份履行職責，以確保管理層為其行為負責。去年，銀行撤換七名獨立董事中的其中五名董事，包括主席。新任董事包括微軟(Microsoft)及惠普(Hewlett Packard)的前任印度行政總裁Neelam Dhawan；曾在印度多家頂尖企業，例如Titan、Godrej Consumer、Infosys和雀巢印度(Nestlé India)擔任董事的印度學者Rama Bijapurkar；在印度最大銀行印度國家銀行(State Bank of India)任職37年的B. Sriram；以及曾在多家銀行和保險公司擔任董事的現任高級官員Girish Chandra Chaturvedi。憑藉這些董事的經驗和聲譽，令我們感到安心，相信他們在保障少數股東利益方面，將較前任董事發揮更重要的角色。

綜觀印度銀行業，低效率和面對貪腐問題的國有銀行佔市場份額的70%，但有份額正持續減少，由更具效率的私人銀行所取替。新任行政總裁承認ICICI Bank在過去未有充份把握這些機會。有關情況勢將改變。銀行已確認企業貸款業務中的大部份壞賬並作出撥備。零售貸款業務的比重亦由2013年佔整體貸款的28%增至目前的48%。這類業務的盈利能力較佳，風險亦低於企業借貸業務。由於ICICI Bank在低成本的往來及儲蓄賬戶存款業務市場份額較高，故其融資成本亦是印度所有私人銀行中最低。基於銀行本身的客戶層基礎，加上在滲透率偏低的市場上相對弱勢同業較具競爭力，因而展現出非凡的長期增長機會。

我們認為該銀行的估值尚未反映新任管理層正進行的變革。ICICI Bank的遠期市賬率為2.1倍，而HDFC Bank為3.7倍，Kotak Bank為5.0倍，Axis Bank為2.6倍。壞賬撥備減少，以及轉向盈利能力較佳的零售業務，應可帶來持續較高的資產回報率。在此之後，我們認為其估值應可增至與同業相若的水平。

然而，我們亦積極討論銀行所涉及的其他不同風險。投資理據主要來自新任行政總裁及其承諾推動企業文化變革。新任行政總裁在行內擁有接近三十年的豐富經驗，在銀行及其人壽保險子公司曾擔當多個不同的職位，可能會過於堅持現有企業文化，難以推行大幅變革。此外，管理高層亦未有作出重大變動。這批過去一直對風險採取進取態度的管理人員可能難以在新的流程、體制和文化下有效工作。隨著銀行的盈利能力及財務狀況改善，管理層一旦決定再次以增長為優先考慮因素，將會削弱最近推行的控制和激勵措施結構。當大部份同業積極發展零售貸款，銀行轉向聚焦該業務領域，亦令人憂慮「順週期」的取向，以及在未來引發資產質素問題。

基於長期機會、新管理層變動及估值，其風險與回報水平仍顯得吸引，但由於銀行往績疲弱及上述風險，我們將保持審慎，並繼續透過與管理層會面，以持續評估其作出的改變及風險。正如我們經常所說，過程比結果更重要。

RP Goenka集團是另一個同類例子，我們之前也認為這家公司不值得投資。該集團經歷世代承傳，由創辦

家族第三代的Anant Goenka接管，他早於2000年初已加入集團，但直至最近才正式掌舵。我們在過去三年多次與他會面，對他承諾提高集團管治標準印象深刻。這些變革首先在集團的上市資訊科技服務公司Zensar Technologies展開。私募股權投資者Apax Partners購入該公司的少數股權，而該家族仍然是大股東。該家族利用這次機會，以借鏡其私募股權合作夥伴在企業管治方面的最佳實務操作。其後，集團旗下公司亦作出若干變革 – 聘用優質專業管理人員，引進一些享負盛名的獨立董事，以及加強管治流程。

曾在一家規模更大的資訊科技服務公司(HCL Technologies)任職近三十年的Sandeep Kishore加入Zensar擔任行政總裁，並聘用其他資深專業人士提供協助，例如來自Wipro的新任財務總監，以及來自愛立信

(Ericsson)的新任人力資源主管。享負盛名的獨立董事包括：Unilever Philippines前任主席、花旗集團前技術投資主管、施耐德電氣英國(Schneider Electric UK)前行政總裁，以及印度消費品公司Marico的創辦人。撤換表現不佳的團隊，例如整個美國銷售團隊。該公司亦取消無利可圖的合約，並停止在沒有足夠規模的市場上營運業務，並利用這些資源以增強其在數碼應用程式開發方面的實力，以及僱用更多人員以擴大銷售隊伍。根據我們投資於其他出現同類管理層變動的中型資訊科技服務公司(例如Mphasis和Hexaware)的經驗，我們明白到有關變動最初可能會對Zensar的增長及盈利能力造成負面影響。事實上，該公司的每股盈利在2016財年至2018財年²下降20%。然而，我們與管理層會面後，發現他們願意作出可能削弱短期表現，但長

期而言有助帶動業績轉強的決定，令我們印象深刻。

管理層的舉措已開始取得成果。由於一些較大型的同業反應緩慢，未能迅速適應行業由傳統服務轉向數碼應用程式開發的轉變，Zensar因而得以佔據市場份額。在去年取得的新合約總值由3.5億美元增至7.5億美元，帶動銷售增長28%，每股盈利增長29%，位居行業前列。儘管其盈利能力目前低於同業，但隨著其從規模較大的營運優勢中獲益，情況應會有所改變。估值尚未反映業務質素轉佳。Zensar的遠期企業價值與銷售比率³，為1.1倍，而大部份中型同業如Hexaware、Mindtree和Mphasis等的遠期企業價值與銷售比率則介乎1.8倍至2倍。我們認為在新任管理層的領導下，長遠而言將可取得規模優勢和提高盈利能力，加上估值吸引，使其風險與回報水平亦顯得吸引。

2 2016至2018財政年度

3 企業價值與銷售比率

重要聲明

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。有關資料來自首域投資(「首域」)認為可靠的來源，而且在發表本文件時為準確的資料，首域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。首域、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。未經首域投資預先同意，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，此文件由首域投資(香港)有限公司編製，並未經香港證監會審閱。首域投資及首域盈信亞洲是首域投資(香港)有限公司的商业名稱。

澳洲聯邦銀行(「銀行」)及其附屬公司對本文件包含的任何聲明或信息概不負責。本銀行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本行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。