

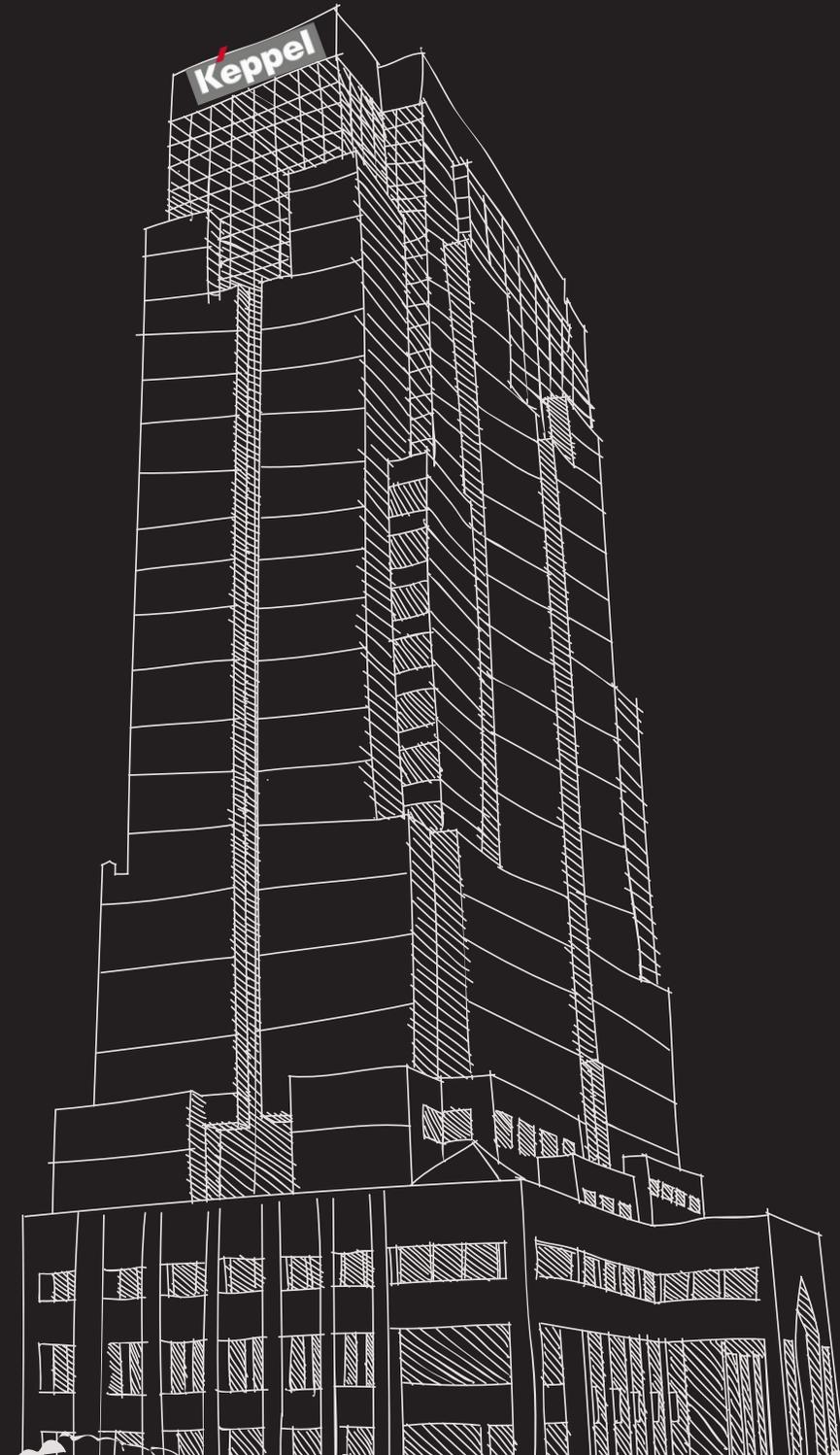
KEPPEL LTD 吉宝企业



TRANSFORMING INTO A GLOBAL ASSET MANAGER

转型为全球资产管理公司

ARE INVESTORS IN THE DARK?
把股东蒙在鼓里?



报告目标

吉宝企业曾以其海事和房地产业务而闻名。现在正在进行根本性转型，其愿景是在2030年成为一家拥有2000亿新元管理基金（FUM）的全球另类资产管理公司。这个转型意义非凡，因为从未有实业公司成功过。我们相信吉宝股东会密切关注转型的进展。本报告研究了资产管理公司的关键指标和资讯，对比吉宝目前的披露水平是否允许投资者有意义地评估其转型的成败。为了合理起见，本报告使用本地和全球资产管理公司作为对标。吉宝作为一家上市公司，且现FUM已经达到850亿新元，我们认为这种比较是合理公允的。

关键术语

以下稍解释资产管理行业的一些术语：

管理基金（Funds Under Management, 简称FUM）：这是指基金经理管理并从中收取管理费的资产。吉宝2030年的目标是拥有价值2000亿新元的收费资产。

内部收益率（Internal Rate of Return, 简称IRR）：这是基金赚取的年化回报率，是常见的行业绩效考核标准。

投资资本倍数（Multiple on Invested Capital 简称MOIC）：它与回报倍数（Multiple on Money 简称MOM）同义，显示基金相对于投资资本产生的总价值。例如，MOIC 2表示基金的回报是投资资本的两倍。

基金年份：这是指基金首次部署其资本的年份，通常是基金第一笔投资的年份。

EBITDA：EBITDA是指利息税折旧摊销前利润。它显现公司的核心运营盈利能力。

PATMI：这是指税后利润和少数股东权益，显示了股东可获得的“最终利润”。

ABOUT CORPORATE MONITOR LIMITED

明鉴是一所独立公司，致力于发布客观，高质量的研究报告。我们的使命是鼓励更好的企业表现以及为投资者服务。

明鉴不提供投资建议。为了确保我们的独立性，明鉴也不从事投资交易。

想了解更多有关明鉴的讯息和公司章程请浏览 <https://corporate-monitor.org/about/>
请通过电邮联系我们 contact@corporate-monitor.org

信息披露: 吉宝 对比其他资产管理公司

LEVEL OF DISCLOSURE

FUM (AS PER 1H2024)

管理基金

FUND PERFORMANCE

基金表现

FUND SIZE & VINTAGE

基金规模和年份

FEE BREAKDOWN

基金收入明细

ASSET MGMT EXPENSE & PROFITS

资产管理费用和利润

FUND RAISING ROADMAP

融资路线图



S\$85BN

S\$100BN

~S\$180BN

~S\$1,050BN



-

-



没有披露



部分及不完整披露



全面及完整的披露

COMPARATOR SELECTION



新加坡房地产商转型为全球资产管理公司，吉宝的本地对标。



现有管理资产US\$137bn (S\$180bn)这家美国公司的规模和吉宝2030 的目标规模 S\$200bn非常接近，所以是最适合的美国对标。



全球最大的另类资产管理公司，黑石的信息披露可以作为行业标杆。

相比本地和全球资产管理公司，吉宝披露的信息严重不足。股东无从判断吉宝要在2030年成为拥有2000亿新元FUM的全球资产管理公司的愿景能否实现。

基金回报表现

上规模的资产管理公司通常管理多个基金。了解每只基金的回报表现，就可以判断基金经理的能力。机构投资者会根据基金的过往回报而决定投资或迴避下一期基金。因此，表现良好的基金管理公司更能融得规模更大的下期基金，而反之亦然。

Keppel ✘

除了披露上市基金所规定讯息，吉宝不披露任何其他私募基金的表现。

Returns achieved

17% IRR / 1.8x equity multiple
average deal returns since 2002

吉宝的唯一披露是在 1H23 的演示文稿中披露了总体内部收益率为 17%（而不是各别基金的内部收益率，也没有披露此回报率对应的投资金额或时间段）。

CapitaLand ✘
Investment

凯德基金也有类似的做法。

TPG ✔

TPG 清楚地显示了每只基金的回报指标，包括总回报和扣除费用后的净回报。TPG 的投资者可以清楚评估其投资业绩。同样的，BlackStone 也披露每只基金的 IRR 和 MOIC。

(\$ in millions, as of 6/30/24)

| Fund | Gross IRR ⁽⁷⁾ | Gross MoM ⁽⁷⁾ | Net IRR ⁽⁸⁾ | Net MoM ⁽⁸⁾ |
|-----------------------------|--------------------------|--------------------------|------------------------|------------------------|
| Asia Real Estate | | | | |
| <i>Asia Realty</i> | | | | |
| Asia Realty I | 6% | 1.3x | 3% | 1.2x |
| Asia Realty II | 24% | 1.8x | 16% | 1.6x |
| Asia Realty III | 14% | 1.5x | 9% | 1.3x |
| Asia Realty IV | 19% | 1.5x | 12% | 1.3x |
| Asia Realty V | 36% | 1.1x | 1% | 1.0x |
| <i>Asia Realty</i> | 13% | 1.5x | 9% | 1.3x |
| <i>Japan Value</i> | | | | |
| Japan Value ⁽¹³⁾ | NM | NM | NM | NM |
| <i>Japan Value</i> | NM | NM | NM | NM |

TPG, 2Q2024 Earnings Release

吉宝能否达成2000亿新元FUM的目标取决于其基金的收益表现。在资产管理领域，成功带来更多的成功。逊色的表现会导致基金经理在融下一期基金时无法说服现有投资者或新的投资者。收购其他基金经理（如 Aermont）当然能带来 FUM，但如果基金回报不佳，这种提振将无法持续。回报佳的基金经理一般会大势宣传，而默不吭声的基金经理会可能令人质疑。吉宝是前者还是后者，我们完全无从判断。

基金规模和年份的讯息有助提高信心

上规模的资产管理公司会根据不同的地域和投资战略推出个别的基金系列。在上一期基金的基础上，资产管理公司会推出下一期，金额更大的基金。投资人关注基金的年份和规模，因为持续增长的基金规模和较短的融资周期意味着资产管理公司的FUM 可以持续增长。投资人也可以根据年份对比不同的资产管理公司基金的业绩表现。

Keppel ✘

吉宝不披露基金的年份，它也不披露每只基金的规模。吉宝提供的仅是 14 只基金汇总的金额。这一作法更彰显吉宝的不透明度。

As at end-Jun 2024

| No | Funds / SMAs | FUM ^a | Carrying value of Keppel sponsor stake ^b |
|--------------------|---|------------------|---|
| Real Estate | | | |
| 7 | Keppel Asia Macro Trends Fund III | | |
| 8 | Keppel Asia Macro Trends Fund IV | | |
| 9 | Alpha Asia Separate Account | | |
| 10 | German RE SMA | | |
| 11 | Korean RE GP Programme | | |
| 12 | China Residential Programme | | |
| 13 | China SUR Programme | | |
| 14 | Keppel Indo Logistics Fund | \$46.4b | \$762m |
| 15 | Keppel Vietnam Fund | | |
| 16 | China Logistics Property Fund | | |
| 17 | US Senior Living GP Programme | | |
| 18 | Keppel Education Asset Fund | | |
| 19 | KSURF | | |
| 20 | Funds managed under Aermont Capital S.a.r.l | | |

Keppel Ltd, 1H2024 Earnings Release

CapitaLand ✔
Investment

凯德集团没有披露基金的年份却披露了基金的整体剩余期限。



它披露了单个基金的规模，使投资者能够跟踪每只特定基金策略的成功与否。

| No. | Closed Funds Name | Fund Size ('M) |
|-----|--|----------------|
| 1 | CapitaLand Mall China Income Fund | US\$ 900 |
| 2 | CapitaLand Mall China Income Fund II | US\$ 425 |
| 3 | CapitaLand Mall China Income Fund III | SS 900 |
| 4 | CapitaLand Mall China Development Fund III | US\$ 1,000 |
| 5 | Raffles City China Investment Partners III | US\$ 1,500 |
| 6 | Raffles City Platinum Ventures | RMB 41,035 |
| 7 | Capital Square Ruby Ventures | RMB 2,380 |
| 8 | Ascendas China Commercial Fund 3 | SS 436 |
| 9 | China Special Situation RMB Fund I | RMB 703 |
| 10 | China Business Park Core RMB Fund I | RMB 380 |
| 11 | China Business Park Core RMB Fund II | RMB 3,600 |

CapitaLand, 1H2024 Earnings Release

Blackstone ✔

Blackstone 的披露非常出色。它披露了每个基金的年份，方便投资人与其他类似年份的对标基金进行对比。它也完整的披露了每只基金的规模。

(\$/€ in thousands, except where noted)

| Fund (Investment Period Beginning Date / Ending Date) | Committed Capital | Available Capital (b) |
|---|-------------------|-----------------------|
| Credit | | |
| Mezzanine / Opportunistic I (Jul 2007 / Oct 2011) | \$ 2,000,000 | 97,114 |
| Mezzanine / Opportunistic II (Nov 2011 / Nov 2016) | 4,120,000 | 993,260 |
| Mezzanine / Opportunistic III (Sep 2016 / Jan 2021) | 6,639,133 | 1,121,775 |
| *Mezzanine / Opportunistic IV (Jan 2021 / Jan 2026) | 5,016,771 | 1,624,659 |

Blackstone, 2Q2024 Earnings Release

该摘录举例说明了披露的好处。身为Blackstone 的投资者

- (i) 我们看到信贷基金颇受欢迎，下期基金规模逐渐扩大
- (ii) 意识到基金 IV 的规模比III 小，从而去探讨缘由。

吉宝的不透明性意味着 – (1) 投资者无法看到后续的基金规模是在增长还是在缩减（例如，吉宝亚洲宏观趋势3期基金金额比2期基金大还是小）(2) 吉宝用了多长时间来募集后续基金（例如，相比亚洲宏观趋势3期基金，吉宝募集亚洲宏观趋势4期基金所花的时间是更长还是更短）。推动FUM 的增长可能是良好的回报业绩，也可能是由于吉宝推出新基金投资“热门增长”领域 -- 前者是个可持续发展的因素，但后者不是。既然想成为一家全球资产管理公司，吉宝为什么不披露这些信息？

资产管理费收入明细有助于预测资产管理公司的利润

资产管理公司的收入构成决定了其利润高低和波动性。**管理费**：基金管理费通常是 FUM 的某个百分比，因此它提供稳定和经常性的收入。管理费的增长是通过增加 FUM 实现的，此种收费不跟基金回报挂钩。**绩效费**：绩效费是当基金回报超过某个基准时资产管理公司获得的分成，它可能为资产管理公司带来丰厚的利润也可能一无所获。基金投资人寄望以此激励资产管理公司。

Keppel ✘

吉宝披露其基础设施基金的各种费用收入总数为 S\$41m，但没有提供任何细分。

(\$'m)

Asset Mgmt

- ▶ Mgmt fees
- ▶ Performance fees
- ▶ Transaction fees (acquisition & divestment)

Infrastructure

41

Keppel, FY23 Earnings Presentation

CapitaLand Investment ✔

凯德则提供部分披露，区分了经常性管理费收入和事件驱动（即绩效）收入，我们可以看到收入的波动性。



TPG ✔

TPG披露所有资产管理收入的明细，以及明确的各种收入来源。例如，与 2021 年相比，TPG 的管理费收入在增加，而其绩效分配收入却大幅下降，投资者可以进一步探讨个中因素。

| | 2023 | 2022 | 2021 |
|--|---------------------|---------------------|---------------------|
| Management fees | \$ 1,187,947 | \$ 919,830 | \$ 718,344 |
| Monitoring fees | 10,866 | 14,330 | 14,324 |
| Transaction fees | 99,427 | 97,909 | 90,606 |
| Incentive fees | 2,815 | 5,183 | — |
| Expense reimbursements and other | 233,571 | 209,383 | 154,630 |
| Total fees and other | 1,534,626 | 1,246,635 | 977,904 |
| Performance allocations | 808,248 | 720,106 | 3,792,861 |
| Capital interests | 47,037 | 36,146 | 205,622 |
| Total capital allocation-based income | 855,285 | 756,252 | 3,998,483 |
| Total revenues | \$ 2,389,911 | \$ 2,002,887 | \$ 4,976,387 |

TPG, FY23 Annual Report

绩效费可以从侧面透露资产管理公司的投资回报业绩。但吉宝既不披露基金回报也不披露绩效费，股东对吉宝能否凭投资能力拓展 FUM 完全无从判断。吉宝也声称，资产管理公司的收入是经常性的，但其他国际资产管理公司的经验显示，绩效费可以有巨大的波动性。因此，没有这方面的明细，吉宝股东无从预估吉宝未来的获利空间。

薪酬费用和资产管理的盈利 – 不可省略的披露信息

资产管理领域竞争激烈，行业龙头有明显的优势。在这行业要取得卓越绩效常需要依赖于高薪人才的专业技能和网络——因此薪酬是一项核心费用。规模较小或较新的资产管理公司往往处于不利地位 -- 高薪吸引顶级人才将意味着短期亏损，因为丰厚的回报可能需要好几年才能体现。净利润率是评估资产管理公司成功与否的关键指标。

Keppel ✘

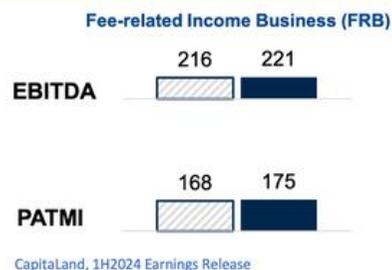
吉宝仅披露其资产管理业务的净利润，但不提供主要开支的明细。

| (\$'m) | Asset Mgmt |
|-------------------|------------|
| Infrastructure | 4 |
| Real Estate | 20 |
| Connectivity | 6 |
| Net profit | 30 |

Keppel, 1H2024 Earnings Presentation

CapitaLand ✘
Investment

凯德集团披露了其收费相关收入业务的 EBITDA 和 PATMI。然而，因为它将资产管理的利润与其他经营业务混在一起，此披露也没有太大的意义。



TPG & Blackstone



TPG 和 Blackstone 都详细披露了其资产管理的薪酬费用（突出显示）和净利润。

TPG

| | 2023 |
|--|------------------|
| Revenues | |
| Fees and other | \$ 1,534,626 |
| Capital allocation-based income | 855,285 |
| Total revenues | 2,389,911 |
| Expenses | |
| Compensation and benefits: | |
| Cash-based compensation and benefits | 547,377 |
| Equity-based compensation | 654,922 |
| Performance allocation compensation | 591,676 |
| Total compensation and benefits | 1,793,975 |
| General, administrative and other | 482,574 |
| | |
| Interest, dividends and other | 7,692 |
| Total investment income (loss) | 57,545 |
| Income (loss) before income taxes | 83,653 |
| Income tax expense | 60,268 |
| Net income (loss) | 23,385 |

TPG, 2023 Annual Report

Blackstone

| | 2023 |
|--|---------------------|
| Management Fees, Net | |
| Base Management Fees | \$ 2,794,232 |
| Transaction and Other Fees, Net | 78,483 |
| Management Fee Offsets | (29,357) |
| Total Management Fees, Net | 2,843,358 |
| Fee Related Performance Revenues | 294,240 |
| Fee Related Compensation | (675,880) |
| Other Operating Expenses | (325,050) |
| Fee Related Earnings | 2,136,668 |
| Realized Performance Revenues | 244,358 |
| Realized Performance Compensation | (123,299) |
| Realized Principal Investment Income | 7,628 |
| Net Realizations | 128,687 |
| Segment Distributable Earnings | \$ 2,265,355 |

Blackstone, 2023 Annual Report

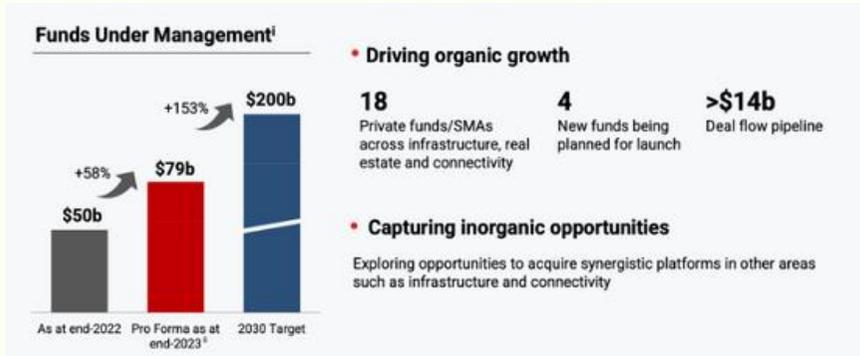
作为资产管理行业的标杆公司，TPG 和 Blackstone 的薪酬费用和净利润的披露是非常详尽的。除了关键的员工薪酬，如果有更详细的收入与利润报表，股东将能对比吉宝资产管理业务的利润率在行业内的水平。这是关键点。吉宝的2030愿景是一个以资产管理为中心的运营模式，其成败就体现在它的利润率。在当今吉宝的披露缺位的情况下，分析吉宝的利润率不仅毫无意义，也无法让股东推算吉宝资产管理业务未来的利润。

展望未来 - 募集新基金的路线图

吉宝和凯德都制定了雄心勃勃的目标，即到 2029/30 年实现 2000 亿新元的 FUM。拥有如此庞大的 FUM 的资产管理将挤入全球前 150 名资产管理者之列（养老金与投资报告，2024 年。）关于如何实现此目标，吉宝与凯德都公布了路线图。

Keppel ✓

在演示文稿中，吉宝发布了总体路线图细节。



吉宝在其新闻稿和投资者问答中提供了一些细节，包括了 Aermont Capital 的预期增长率，以及其将筹集的新基金的投资领域。我们希望吉宝提供从现在到 2030 年的过渡年份的里程碑。

CapitaLand Investment ✓

凯德集团也发布了总体路线图细节。



虽然讨论了对某些地区和行业的关注，但它没有披露在未来 5 年目标中过渡年份的里程碑。

出于对预测未来的困难，吉宝（及其同行）可能不愿意发布更详细的路线图，但我们认为吉宝可以对其新基金的投资策略和地域有更进一步的说明。总得来说，吉宝的路线图还算达标，但在下列讯息的披露中，吉宝还是严重的欠缺，如（1）基金表现，（2）基金规模和年份，（3）收入明细和费用，（4）资产管理费用和利润。

明鉴呼吁吉宝,作为有抱负成为全球领先的资产管理公司,积极加强信息披露。