



祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，
特許財務分析師，

擁有14年國際投行分析員及5年對沖基金管理經驗，
專長於中小型股票研究。

本欄讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。
筆者微博：weibo.com/raymondjook

社交網絡何價

萬眾期待的社交網絡一哥Facebook (FB) 5月18日在美國納斯達克上市。其IPO定價於38美元相當於82.6倍2011年市盈率，市值高達904億美元。上市前股評家及分析員都預測，其股價在第一天會有平均10%至20%升幅。

FB股價下瀉6大因由

但事與願違，第一天收市只微升0.6%，接連數天股價更江河日下，差不多每天創新低，上市至周四(5月31日)已下跌22%。筆者歸納其死因有6項：一、衰貪心。上市前一刻定價由28至35美元突然提升至34至38美元，並以最高38美元定價。同時間將招股數目增加25%至集資160億美元。加上散戶認購部分佔招股數較高的26%，使流通量大增，價錢提高加上供應增加，風險肯定大升。

二、盈利增長存疑。上市前數天通用汽車(GM)宣布終止於FB登廣告，理由是FB的平台無市場效果；三、投行有欺詐成分。上市後投資者才發現包銷商包括摩根士丹利、高盛及摩根大通在招股路演時已通知其機構客戶將FB的盈利預測調低，有選擇性披露的嫌疑，事件已交由美國證監會(SEC)跟進。四、出師不利。上市當天因電腦系統現問題弄致交易需要延誤開始，有投資者因為不能及時出貨而控告交易所；五、市場不穩。歐債危機再吹襲全球，市場風險胃口大降；六、很多和FB相關的股份，在過去一年已大幅回落，顯示市場對相關股票的熱情已降溫。

佔FB 12%營收的網絡遊戲商Zynga (ZNGA) 早於去年12月16日上市，第一天股價就下跌5%，後輾轉向下，至今已下跌了41.3%。其2012年預測市盈率为21.8倍，仍遠比FB的51倍為低。因受中國禁止，FB只能在中國以外地方發展。

在中國和FB最相似的就是在美上市的新浪(SINA) 微博。擁有每日活躍用戶達3,000萬(註冊用戶為3億人)，是FB 5.26億的5.7%。微博在

2009年8月推出，一度令新浪股價升至2011年4月19日高峰的147.1美元，當時市值高達96億美元。用當時的活躍微博用戶折算(假設其他業務價值為零)，每戶平均市值達580美元。

與高峰期比，新浪的股價已下滑63.1%，今天的每戶市值只有119.3美元。FB的每戶市值現時為127.5美元。換句話說，FB的估值再跌6.4%才與新浪相若。但這仍然不是蘋果對蘋果的比較，因新浪的收入源於原有業務，微博尚未提供任何收益。所以減除原有業務的價值，新浪微博現今估值應遠比每戶119.3美元為低，筆者粗略估計，只有63美元左右或只有FB的不到一半。

FB和微博都由電腦起家，智能手機高速發展，現在透過手機上社交網的用戶已成主流，用手機上FB和微博的活躍用戶分別佔總數的51.5%及60%。

另一難題是手機屏幕細小難在上面打大廣告，廣告佔FB的營收達85%，若大部分用戶採用手機上網，FB的市場推廣力將大受影響，廣告收入增長將成疑。所以FB已開始透過併購擴展，上月出價10億美元收購相片分享應用程式商Instagram，最近又研究收購網上瀏覽器Opera。收購價和成效都被市場及分析員所質疑。

熊市下不應高估值買入

筆者也是FB及微博的使用者，老實說，從沒留意上面的廣告，故不得不質疑其宣傳效果。擁有大量活躍用戶羣是網絡公司的最大資產，其代表的價值不用置疑，騰訊控股(00700)的QQ就是成功例子。網絡商業戰已由電腦平台年代轉移到智能手機戰場上，這戰場肯定更大，因為手機用戶遠比電腦用戶多(全球手機比電腦多5倍多)。誰最後能勝出仍然未知之數，到現時為止，仍未有一個發展商能掌握到一個持續性的營收模型。但可肯定的是，筆者不會在熊市中付出高昂的估值去買入社交網絡股。■

註：筆者旗下基金持有Facebook淡倉

網絡商業戰已由電腦平台年代轉移到智能手機戰場上，這場戰場肯定更大，因為手機用戶遠比電腦用戶多。