



大魚吃小魚

祝振駒

Raymond Jook

翹騰投資管理(香港)有限公司董事總經理，
特許財務分析師
曾經在不同國際投行研究部擔任分析師及主管
達14年之久，專長中小型股研究，後轉職往對沖基
金擔任基金經理，2010年創立翹騰。
博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

Facebook (fb) 付出接近天價的190億美元收購移動即時通訊公司WhatsApp，很多人都應為不值得。

消息公布後的第二天，fb股價初段受壓，但到末段已旋即反彈，之後重拾升軌，兩天後更創出上市以來的新高。

WhatsApp擁有4.5億用戶（即每戶估值為42.2美元），每天以100萬用戶的速度增長，且每日活躍用戶佔70%以上。fb的創辦人及行政總裁Mark Zuckerberg宣稱要把用戶人數增加到10億。WhatsApp收購消息的5天前，日本科網公司Rakuten (4755.JP) 才宣布以9億美元收購擁有2億用戶的移動即時通訊應用商Viber（即每戶估值為4.5美元）。之後再傳出日本的Softbank (9984.JP) 欲收購擁有3.4億用戶及估值達149億美元的Line。

贏家盡得天下

fb付出的190億美元當中，現金成分只有40億，其餘為股份。所以現金部分的估值，實

際只約為每戶8.89美元。WhatsApp估值遠高於Viber，因為在科網領域中永遠都是贏家盡得天下（The Winner Takes It All），通常領袖賺取市場超過大半的利潤，第3名以外只有虧蝕的份兒。

宣布收購前，fb的2014年預測市盈率已高達54.5倍，高估值的公司發新股收購，永遠都是除笨有精，因為並不直接涉及現金流。假設被收購的對象市盈率較低，立刻可以幫助拉低自身的估值，產生所謂EPS Accretive（每股盈利增值）效應，而且高估值發新股，收購成本相對較低，對小股東的攤薄影響也較小。精明的管理層知道股票有價有市便等同擁有鈔票印刷機一樣，會盡量把握市場帶來的機會，實行以無本方法壯大自己。

利用WhatsApp開拓電子商貿

WhatsApp本身只有55位員工，沒有廣告收益，收入只靠收取象徵式的1美元下載費用（Android手機甚至免費），所以到現階段它仍然沒有一個持續性的營銷模型，如果不出

售給第三方，短期也看不到它有任何方法賺錢。它的價值在於其活躍用戶人數及用戶每天的高使用量及時間。fb看中這些優勢可以配合其龐大的社交平台，將用戶的滲透率進一步提升（尤其是較年輕一輩）。fb現時收入主要以廣告及遊戲為主，後者可以輕易被引進WhatsApp的平台，加上有了這道用戶門戶，fb可以仿效騰訊（00700）進入電子支付、電子商貿，甚至網上金融等高盈利價值的領域。

收購合併提升估值

筆者估計科網股的另一輪高潮將由行業收購合併消息帶動。收購價不停創出天價，肯定促使市場憧憬，把其他落後者的估值也連帶提升。這陣科網熱潮已幫助不少規模較細的股票大幅升值，估計更多龍頭公司會透過股本融資的方向施行橫向及縱向收購，利用資本市場優勢以大吃小。因為市場熾熱，各類風聲四起，不排除有造謠者虛構某規模較小的公司成為被狙擊對象，投資者要小心胡亂跟風的風險。

權益披露：筆者旗下基金持有fb股份