

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011 祝振駒

期騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在外資及本地投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立期騰。對環球宏觀、美股及香港中小型股素有研究。

百威招股觸礁個案研究

雖然挾着母公司AB InBev (美：BUD) 作為全球最大啤酒品牌公司及今年環球IPO集資額之冠（以定價上限計，高達98億美元）的威名，百威亞太竟然在香港上市觸礁，在定價當天決定無限期延期上市，換句話說「The deal is dead」。

媒體報道母公司可能因此被迫變賣部分資產減價。筆者曾在大小投行擔任賣方分析師多年，參與過不少IPO的路演推介，現在作為基金經理，可以從不同角度分析這次招股失敗的原因，作為個案研究。

天時地利人和皆重要

成功的IPO需要具備天時地利人和的條件，例如熾熱的股市氣氛，獨特的增長故事，合理的估值及持倉力強的大型長綫基金或基石投資者支持。處於中美貿易戰的陰霾下，大市成交額偏

低，天時條件首先欠佳。

百威包裝成透過收購合併而達致高增長的消費公司，這種概念可能在2007年大牛市時很吃得開，因為那時的中資消費股IPO動輒都達40多倍市盈率估值。

今時今日假如靠高槓桿及增發股本收購增長，投資者一定抱着戒心，尤其是百威的所有集資用途，都是替母公司償還貸款（只佔其高達1,000億美元負債的一小部分，當中主要是當年用槓桿收購對手SABMiller的借貸）。

基金經理一般不歡迎集資用作償還債務，這次兼且是代父還債，而不是幫助自身的增長，亦即是母公司AB InBev希望透過這次上市，利用投資者的資金替它「空手入白刃」的動作結帳。由於母公司仍然負債累累，隨時可

能上市後繼續沽售舊股減價，對未來股價走勢造成陰影。

更重要的是，這並非一張便宜的帳單，因為百威亞太試圖以高達38.6至45.3倍的2018年歷史市盈率上市。公司用青島啤酒(00168)及華潤啤酒(00291)作比較，後兩者的歷史市盈率分別約109倍及41倍（預測市盈率約為52倍及34倍）。

但和後兩者不一樣，百威亞太的業務包括中國以外增長較慢的地區例如澳洲、日本及南韓，它們佔總收入的40.5%，2018年增長只有2.9%；中國、印度及越南佔餘下的59.5%，去年增速為8.3%。

總體來說，啤酒並非甚麼高增長行業，而且無論怎樣投放廣告及打造品牌，啤酒的定價能力

也有限，不似得中國白酒、西方葡萄酒或者威士忌，具有年份佳釀價值，稀有及年份佳的產品甚至可以升值，擁有投資的價值。

管理層執着可令上市告吹

這次巨型集資沒有一貫的基石投資者入股，這是另一致命原因。有可能是定價過高，所以沒有需求，但主要投行及承銷商肯定難辭其咎，投行的股票資本市場部(Equity Capital Market)為了搶項目，通常對管理層承諾天一般的估值上市，但到上市前一刻一定會按市況需要，調整管理層的期望，所以假如最後定價過高，無人問津，一定是投行提供了錯誤意見，又或者管理層太執着不願減價。

筆者見過有些公司大股東堅持心目中的理想定價，結果錯過了上市的窗口，之後業務見頂走下坡，結果一直不能上市，最後令一些上市前期(Pre-IPO)入股的投資者全數虧蝕。☹