

巴菲特經常強調投資是用合理價錢買入優質的公司作長綫投資，而不是用低價買入有問題的資產，期望生意復甦。

當巴菲特愛上茄汁

2月開始，大型的收購合併行動每隔數天便出現，好不熱鬧。2月初時戴爾(Dell)的創辦人Michael Dell宣布以244億美元將公司私有化。14日當巴菲特(Warren Buffett)宣布巴郡(Berkshire Hathaway, BRK)以280億美元收購食品公司亨氏(Heinz, HNZ)。同一天還有全美航空(US Airways)跟美國航空(American Airlines)合併。20日兩間美國專注辦公室用品的零售商OfficeMax(OMX)及Office Depot(ODP)亦宣布合併。

市佔率高 現金流強

亨氏可說是巴菲特典型的投資對象，充滿巴氏價值型投資的特色：一、產品有穩定需求。筆者在美國求學時，十分驚訝美國人進食時，無茄汁不歡，不單是漢堡包，薯條及熱狗，其他食品亦喜歡加入茄汁。曾見過美國小孩加茄汁進中國菜，可見茄汁的普及。這個特色跟巴菲特投資在可口可樂、MasterCard(MA)、卡夫(Kraft, KRFT)及寶潔(P&G, PG)的動機同出一轍。

二、高市佔率。今日你進麥當勞(McDonald's, MCD)，肯德基(Yum! Brand, YUM)，甚至大家樂(00341)，你會發現那一小包的茄汁都來自亨氏。在美國亨氏茄汁的市場佔有率高達60%，在英國則高達78%！亨氏的大部分產品(包括嬰兒食品)，在各個市場的佔有率不是第一便是第二。順帶一提，筆者兒時很喜歡李派林噏汁，連食白飯也要下幾滴，原來亨氏在2005年便已收購李派林。

三、自由現金流強。巴菲特對科技股存有戒心，因其高市盈率，資本開支大，

自由現金流弱。如南韓三星電子，雖然盈利大但股息率才0.5厘。科技股要成功，一方面要投入大量科研，更要作大量資本開支去維持最尖端的生產，故剩下能分給股東的現金流便不多。相反，食品公司的研發費用有限，資本開支亦不高。茄汁科技最大的突破，可說是1984年亨氏發明將茄汁放在膠瓶內，方便擠出。亨氏曾在2000年推出了綠色甚至是粉紅色的茄汁，但市場並不接受，這些另類茄汁在2006年便停產了。

四、價錢合理。收購的市盈率大概為20倍，並不低。但亨氏是一間優良企業，食品行業防守性強，價錢不可能太低，只能說合理。巴菲特經常強調投資是用合理價錢買入優質的公司作長綫投資，而不是用低價買入有問題的資產，期望生意復甦。市場是有效率的，一般而言好的公司不會平，平的公司不會好。

通過併購除掉弱者

上文提及全美航空跟美國航空宣布合併，成為全球最大的航空公司。合併的動機出自減省開支，除掉過剩產能。其實美國航空正在破產保護下運作，願意被全美航空收購是為了爭取生存空間。很多行業正面臨需求飽和，產能過剩的問題，正是一個和尚有水喝，三個和尚無水喝。通過併購把弱者除掉，剩下的才有生存和增長的機會。例如中國的運動鞋行業，最大的Nike其次為adidas，第三為李寧(02331)及安踏體育(02020)，市場佔有率分別為14%、12%、9%及9%，故非常需要合併來整固，否則過激的競爭只會壓低利潤率，令行業失去投資價值。FM

王家其

翺騰投資管理董事及風險管理官
曾任職國際投行銷售及結構產品部，具多年公司培訓和教導CFA及FRM課程經驗。
為美國康乃爾大學物理學博士，特許財務分析師及金融風險管理師。

