

2018年9月20日

美國解碼

了解併購活動對美國小型股的效益

重點：

- 1) 近期併購活動增加，尤以美國最為突出。
- 2) 廣泛和特殊因素締造成熟的條件。
- 3) 美國小型股具備行之有效的產品系列和企業盡責管理。
- 4) 專注本土的小型股在目前環境表現出色。

併購宗數和金額在過去數年持續上升，近期更有升溫趨勢。若計算過去十年環球數據，大部份有目標的交易都在美國進行【圖1】，當中非週期性消費品和金融業錄得的交易宗數最多【圖2】。

圖1：北美洲目標交易宗數龐大

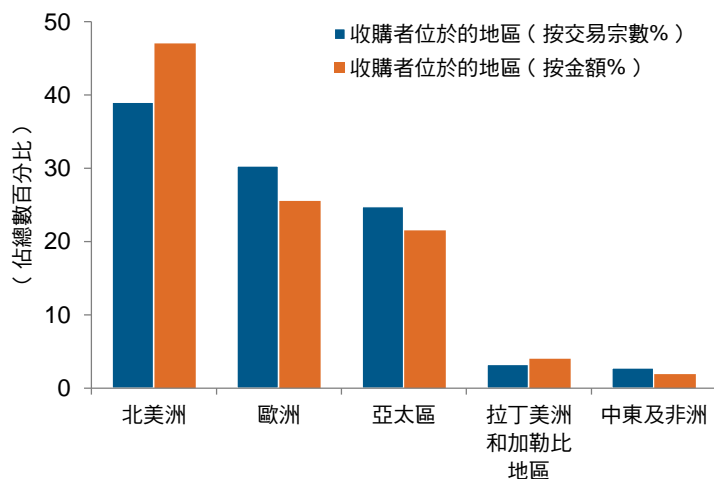


圖1資料來源：彭博。數據由2008年8月31日至2018年8月31日。

圖2：非週期性消費品和金融業成為主要的併購對象

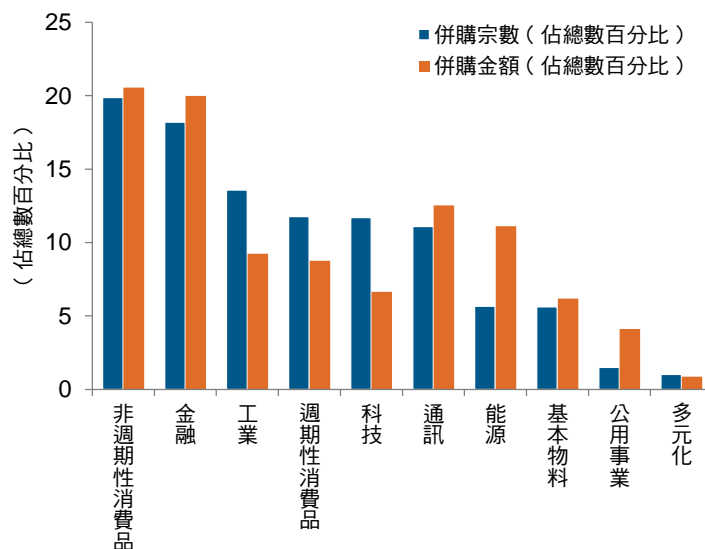


圖2資料來源：彭博。數據由2008年8月31日至2018年8月31日。

條件合適

現時美國企業活動頻繁，不僅歸功於大圍經濟因素，亦源於個別行業和企業。

從企業的角度來看，併購的誘因是增長需要。大型企業的發展已到達瓶頸，內部增長緩慢、甚至失去動力。為證明企業價值和安撫股東，大型企業持續尋求搶佔市場份額，同時致力開發嶄新的收益來源。例如，大型製藥和生物科技企業往往從外部的小型企業手上收購新研發產品、新科技和專門技術。這過程有助加快企業增長和減低初始成本。

從行業觀點出發，併購活動可受監管環境影響。經歷2008年環球金融危機後，《多德·弗蘭克華爾街改革和消費者保護法》在2010年實施，藉以增加行業透明度，但亦對貸款設立更高標準，拖累銀行收入。該時段的超低息亦阻礙行業增長。中小型銀行須向大型競爭對手招手，希望獲得收購，或與同業合併，從而提高盈利能力。

就科技而言，電子商貿的應用顛覆了多個行業的生態，其中零售業所受打擊可能特別嚴重。雖然科技進步可提升銷售力，但同時挑戰了消費者需要實體商店這一個概念。這促使行業持續整合，傳統依賴實體商店的零售商需要「華麗轉身」，新的營商模式需要揉合實體、網上銷售和物流，過程中亦重新整合供應鏈的生態。

特朗普政府越來越以美國本土掛帥，為一直醞釀的併購空間注入強心針。當地小型企業資產負債表內的現金持續增長，這不僅因為整體銷售上升，亦因為有效企業稅率下調。另外，當局鼓勵大型企業把海外盈利回流本土，以享有較低的本土稅率，亦提高它們的超額現金。現時企業面臨流動資金上升的壓力，需要有效運用現金來提升股東價值，例如增加資本開支，增派股息，回購股份或投資於促進增長前景的收購項目。

最後，過往低息環境讓企業能以邊際利率借貸。從企業的融資角度來看，以債務支付併購活動較為划算，因為利息支付可在美國扣稅，而槓桿增加亦可提高企業的股本回報率。此外，企業股權並未因而攤薄。由於聯儲局已非常清晰地傳達利率上行的傾向，因此企業採用上述融資方式的誘因強烈程度是前所未有的。

併購對美國小型股的支持

【圖3】顯示，美國小型股的表現（以羅素2000指數代表）與併購交易宗數之間至少有一定程度的正向關係。原因何在？

圖3：美國併購走勢與羅素2000指數相符

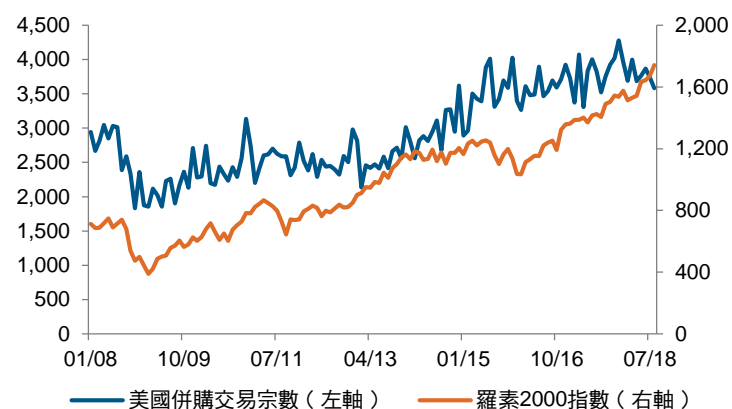


圖3資料來源：美盛、彭博。數據由2008年8月31日至2018年8月31日。

圖4：小型交易宗數在過去十年多於大型交易

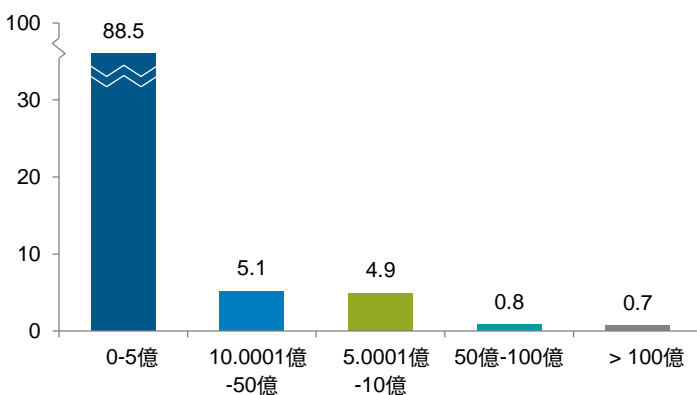


圖4資料來源：美盛、彭博。數據由2008年8月31日至2018年8月31日。交易以美元計值。只限併購，不包括投資、合資企業，分拆和回購

併購增加通常意味小型企業成為關注重點，而且小型交易主導市場【圖4】。

部份投資者認為中小型企業不再處於萌芽階段，即將成熟至收成期，已發展出非常獨特的經營能力，並設法維持業務（正好說明企業盡責管理和相關產品的經濟可行性）。此外，這些較小規模的企業未能取得高昂的溢價，故估值合理。

中小型企業經常成為併購目標的另一原因是資訊不對稱。規模較小意味著負責的分析師對其審查較少，對企業內在和潛在價值的了解亦較低。因此主動型投資經理設有專門的研究團隊，深入研究潛在持倉的各個層面，致力發掘未經雕琢的瑰寶。然而，一旦持倉成為併購目標，其目標價可迅速反映其潛力。

這樣會形成羊群效應，即該行業中規模相似的企業可能出現價值上升，因為大型企業開始選定收購目標，避免其估值越升越高。

現時企業正充份利用本土經濟，成為培育自己的大自然土壤。有關關稅的言論導致新興市場反覆波動，並令環球貿易蒙上不確定的陰霾。面對這種保護色彩濃厚的環境，專注於本土市場的企業面臨的憂慮較少。截至2017年12月31日，微型企業有14%銷售來自海外，小型企業為16%，相比之下大型企業有27%的銷售來自海外。¹

總括而言，美國小型股受惠於併購活動急升，這是因為經濟、政治和企業獨特的因素建立了成熟的基礎，促使大型企業藉著併購來探索外部增長動力。

展望未來，儘管市場將會因併購過度而停滯，如同任何經濟週期，企業估值或不再吸引，供應亦將隨著需求轉弱而放緩，然而，撇除目前經濟環境急劇變化，企業狀況和資產負債表的流動性非常穩健；前文所列出的成熟環境不應迅速轉弱，只會為美國小型股增添利好因素。

¹ Furey Research和FactSet，截至2017年12月31日。微型股：<5億美元。小型股：5億美元至40億美元。中型股：40億美元至100億美元。大型股：> 100億美元。

重要資訊

資料來源：美盛，除非另有註明，數據截至2018年9月20日。

本文件只作參考用途，不應被視作財務推廣或其他財務、專業或投資建議。所有數據、意見、預測及其他資料以截至本文日期為依據，並可作隨時修改而不會另行通知。文中所引用的過往表現並不預示未來業績。本文件並不構成要約或招攬投資者認購或出售基金單位。**投資附帶風險**，投資價格及其收入可反覆波動，投資者有機會損失全部投資金額。投資者應仔細閱讀最近期的銷售文件，以獲取進一步資料，包括風險因素。

本文件如在澳門派發，僅限分銷商使用。

本文件提及的所有意見均為投資組合經理截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，投資組合經理與美盛整體的觀點或有不同。本文所載的意見並不預示未來，亦不保證未來業績或用作投資建議。本文所提及的任何證券並不構成買賣證券的建議，而有關證券的資料並不足以用作制定投資決策。

美盛及／或其關聯公司、高級職員或員工（總稱「美盛」）不負責任何因使用本文或其內容而引起的損失。本文件乃保密和屬專有信息，除預期使用者外不得使用。本文件在未得到美盛的書面同意下不得以任何方式複製、派發或發表。

本文件並未于香港經香港證券及期貨事務監察委員會或于澳門經澳門金額融管理局審核。

發行人：美盛資產管理香港有限公司。

HK1809029

僅供香港投資者及澳門分銷商使用。