

諾亞研究

2020年9月17日

主題 | 1,460 億美元，併購交易「買買買」背後的邏輯

鄭梅玫 諾亞國際高級研究員

核心觀點

9月宣佈的併購交易已經達到1,460億美元，較上年同期增長51%。今年市場中非常流行「賽道」這個詞，不難發現大多數併購交易仍然集中在科技、生物製藥這些新興行業的賽道。

最近一兩個星期可能是過去幾年裡併購市場最「繁忙」的時刻。就在甲骨文與微軟和沃爾瑪爭奪TikTok美國業務的時候，另一條可能影響未來數十年半導體市場的重磅消息跳出來，英偉達將以400億美元收購ARM。

彭博匯總資料顯示，9月宣佈的併購交易已經達到1,460億美元，較上年同期增長51%。今天我們就來和大家聊一聊最近公佈的幾個不同行業的重大併購交易，包括開頭提到的半導體行業這筆交易，還有醫藥行業吉利德的大手筆收購，奢侈品行業LV母公司收購Tiffany未果，以及瑞銀、瑞信合併的傳言等，然後和各位分析一下重大併購交易接二連三背後的原因。我們首先從ARM開始。

ARM是軟銀在四年前以320億美元，43%的溢價收購，400億轉手，對於目前一些項目遇到困難和有私有化意向的軟銀來說算是一筆不錯的交易。關於軟銀會以如何的方式將ARM轉手出讓的坊間討論一直不斷，市場此前最期待蘋果，尤其是考慮到蘋果將在下一代筆記本產品線中放棄英特爾處理器，而啟用ARM架構的自家晶片，但是蘋果似乎對ARM的牌照業務模式不太感興趣，三星也曾表達過收購意向，最終花落英偉達，連創始人黃仁勳都表示這是他的「人生巔峰」。

ARM架構，是1985年英國劍橋的晶片設計公司艾康電腦研發的，1990年獨立出來ARM公司。簡單的來說，大家手上的智慧手機和平板電腦，超過95%都採用的是ARM架構，商業模式是IP技術授權，客戶群體幾乎囊括所有大型晶片製造商。

市值超過3,000億美元的英偉達，已經比昔日大哥英特爾的市值還要多出1,000億，這背後也是CPU與GPU的技術反覆運算。從1999年英偉達首次提出GPU概念，GPU開始作為一個獨立運算單元與CPU並駕齊驅，非常好的補充了CPU在處理3D渲染、圖形計算上的劣勢。也正因為如此，目前英偉達的GPU在消費市場的需求主要由遊戲驅動。但在黃仁勳的願景裡，400億當然不僅僅是買一個IP，他更長遠的計畫是在AI晶片的應用上，理論上GPU比CPU更適合進行人工智慧等複雜、並行運算。

過去幾年遊戲行業的高速成長也給英偉達帶來了豐厚的利潤，在5年股價漲了20多倍，而且成長的速度卻沒有因為今年疫情放緩。就在上個星期，英偉達的最新發佈會上發佈了架構升級的新一代顯卡，性能效能翻倍，但價格不變，這給一直走性價比策略的競爭對手AMD帶來不小壓力。英偉達股價今年以來上漲超過120%。

競爭對手AMD則同時擁有CPU和GPU業務，分別與英特爾和英偉達正面競爭，超過預期的二季度財報，加上英特爾7nm工藝製程再度跳票的消息，AMD股價年初至今一度漲超100%，在英偉達新發佈會後有回落。

相比之下，英特爾今年股價距離年初水準還差 15%，是表現最差的晶片龍頭股。英特爾的霸主地位動搖，似乎顯示出半導體上下游包攬的模式可能不太適合精細化的技術發展，不僅僅在晶片設計上輸給 AMD 等，晶元製造上也面對著台積電的碾壓式技術優勢。

不過這筆有史以來最大的半導體收購案，還存在很多的不確定性，一方面壓力來自於 ARM 在劍橋的核心團隊內部反對，ARM 聯合創始人之一也發表了共同簽署的公開信。不過，目前英偉達並不計畫整合業務，承諾將 ARM 總部留在英國及保持其業務的獨立性，IP 也保留在英國註冊。同時因為 ARM 的客戶大多數也是和英偉達或多或少有競爭關係，來自客戶方面的擔憂或者額外行動也是一個潛在的利益衝突。

另一方面更重要的是監管審批困難重重，這筆交易涉及多國的批准，首先需要拿到美國、英國當局批准。特朗普就曾在 2018 年阻止半導體公司博通收購高通，但這次的難度可能更多是在歐洲方面。那這裡又牽扯到英國 ARM 總部和中國 ARM 合資架構的「歷史遺留」關係，所以中國監管的態度可能也會影響到交易。對於這樣一筆重要交易，各國反壟斷監管機構可能都會在審核的時候多加留意。英偉達收購 ARM 很大機會會是一個加乘效應，在晶片行業的霸主地位又往前走了一步；但是如果我們從行業的層面來看，科技企業的壟斷也向著未知的深淵又靠近了一點點。

醫藥行業今年最大交易也在上周公佈，早前因為有希望治療新冠的瑞德西韋藥物再次引起關注的製藥巨頭吉利德公司，這次大舉押注研製創新腫瘤治療藥物的生物製藥公司 Immunomedics，出價 210 億美元，是上一收盤價的兩倍還多。吉利德之所以出價這麼「闊綽」，也是因為這個公司旗下一款腫瘤治療藥物，在今年 4 月剛剛拿到 FDA 批准，是該種療法首個商業化的藥物，在上市後的兩個月銷售額就達到了 2,000 萬美元。這也符合吉利德一貫的作風，在標的公司取得重要研發突破之後進行高溢價收購，其 CEO 新官上任以來繼續「買買買」的節奏，以打破在抗病毒領域的單一局面，加緊佈局免疫腫瘤治療業務。

此外還有一些潛在交易的線索，包括阿里巴巴可能從 UBER 手中買下部分東南亞市佔率極高的打車軟體 Grab，在投資電商 Lazada 以來進一步佈局東南亞市場。市場還有消息稱瑞銀正在籌畫和瑞信合併，如果是真的，這兩家加起來超過 300 年歷史的大行將整合歐洲最強的競爭力與美國的同業者競爭，可能是美國銀行收購美林證券以來銀行業最具影響力的交易。雖然歐洲監管機構現在對本土的銀行之間併購，態度比多年前更加開放，但現在還很難說這一交易具有实操性。

因為最近幾筆交易規模很大，引起了不少關注，但實際上今年整體的併購交易金額還是受到疫情的影響，美國、歐洲及亞太的併購活動都有不同程度的放緩，一些交易也被推遲，疫情造成企業盈利大幅波動也給交易定價增加了難度，因為交易不成反目的不在少數。這其中，大家比較熟悉的就有剛剛告吹的 LV 母公司收購 Tiffany 的交易，這場奢侈品史上最大的交易變成了一場罵戰，Tiffany 與 LVMH 互相起訴，LVMH 以收到法國外交部要求為由，將交易延遲至明年，Tiffany 對這個理由並不買帳，認為是 LVMH 故意要來的政府通知，以更低的價格達成交易的手段。LVMH 反訴 Tiffany 管理層在疫情期間經營管理不善，造成更大虧損還堅持派息。不過市場認為雙方還是有機會達成交易，新的價格可能偏向利好 LVMH 的方向。

今年市場中非常流行「賽道」這個詞，不難發現大多數併購交易仍然集中在科技、生物製藥這些新興行業的賽道，其背後的邏輯也不難理解。被收購的公司往往是細分賽道的頭部玩家，雖然在上市之後獲得了很多資金，但其業務收入和利潤還不足以支撐市值，疫情危機可能也造成一些財務或業務上的挑戰，收購方則具有更強財務實力、較久行業地位但又希望在創新細分賽道中尋求轉型。

歷史上的每一次併購潮都伴隨著技術革新催生的行業重塑,正如如今已初具雛形且與我們生活息息相關的雲計算大資料、人工智慧、免疫療法。而今年,不管是政治原因還是利益驅動的交易,後疫情時代的長遠影響正在逐漸顯示出來。

免責聲明: 本文件所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考,不代表任何確定性的判斷,亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請,亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策,投資涉及風險,諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本文件而產生的任何後果承擔法律責任。本文件包含前瞻性的預測,任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測,本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料,本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證,也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更,本公司已力求報告內容的客觀、公正,但文中的觀點、結論及建議僅供參考,不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有,未經本公司及其關聯公司許可,任何個人或組織,均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」,且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本文件均視為同意以上聲明。