



### 祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，  
特許財務分析師，

擁有14年國際投行分析員及5年對沖基金管理經驗，  
專長於中小型股票研究。

本欄讓讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。

筆者微博：weibo.com/raymondjook

## 上市，退市，入市

**過**去一星期，美國市場有兩宗吸引香港機構投資者留意的事件。第一是曼聯8月10日在紐約交易所上市；第二是分眾傳媒在8月13日宣布以每股27美元私有化。正所謂有人漏夜趕科場，有人辭官歸故里。

### 超級品牌無價

曼聯為擁有全世界最多球迷(達6.59億人，包括筆者)的足球會，上市最後定價為14美元，低於意向範圍16至20美元，集資額達2.33億，市值為23億美元(相等於2011年市盈率116倍)。曼聯上市具爭議性，美國大股東格拉沙家族(Glazer Family)於2005年以槓桿融資收購曼聯(當時估值約14.7億美元)，後將巨額高息貸款(現負債達6.6億美元)注入本來沒債務的球會，以「空手道」奪得股權，後又不停從球會榨取現金。

估計由於格拉沙家族財務出現問題，所以也寧願以較低估值急急上市，因為上市一半的集資額為家族出售舊股套現，只有一半用於還債。筆者估計格拉沙的如意算盤，本為向龐大的亞洲球迷集資(去年曾計劃於新加坡上市)。老實說，長期球迷真可能不計較球會業績如何，也會購入少量股票作精神支持。可惜人算不如天算，去年第三季遇上歐債危機，加上公司股權分A及B股，小股東只能購入得十分之一投票權的A股(上市後格拉沙仍持有97%投票權)，中短期又肯定不會派息，所以亞洲投資者反應冷淡。

這次在美國上市，格拉沙成功將曼聯包裝成超級品牌，配售給不熟悉足球的美國投資者，足球反而不是賣點。從基本面分析，曼聯的估值的確過高。球隊的球賽入場及電視轉播佔總營業額達32.5%及31.1%，商業收入只佔36.4%。一旦球會成績下滑或歐聯不能晉級，營收必大受影響。而領隊費格遜(Alex Ferguson)已屆70歲高齡，一旦退休，球會的前景必將大受影響。

格拉沙有一天終會把曼聯高價賣掉，作為

一種業務，曼聯的股本回報並不吸引(2011年只有5.7%)，她真正的價值在於，有人願意以更高的天價購入這個無價品牌。曼聯不單只是一門生意，更是象徵勝利和成功的商譽和無形資產。

### 退市有何啟示

至於分眾的退市決定，有點意料不及。大股東及主席江南春聯同數家著名中外私募基金以36.6億美元的估值計劃將分眾私有化，作價比之前股價有15%溢價，並高於渾水研究(Muddy Waters)狙擊前的25.5美元。管理層坦言分眾此刻的股價極之被低估，完全不能反映公司的業務能力，退市有助公司建立長綫發展策略，並且不排除日後可能回歸中國市場上市。分眾過往的平均市盈率都在20倍以上(上市初期高於54倍)，現在只有11倍，加上淨現金相等於市值17%，所以大股東樂於在低位私有化。

公司退市帶來甚麼啟示？第一，管理層大概受夠了美國拋空者的蹂躪，未受狙擊的也因低迷的股價意興闌珊；第二，美國監管機構對中國的審計要求愈來愈嚴謹，令公司不勝其煩；第三，美國上市的高溢價時代已過去，繼續留下也不能發揮集資功能；第四，聰明的管理層可能感到估值已跌至谷底，趁市場回升前趕快在低位私有化，準備日後以高估值再上市。筆者記得金融海嘯時，有極多小型股的大股東趁低位供股增持股份，大量公司選擇退市肯定是股市見底的先兆。

此外，新東方在不足一個月，已由渾水狙擊的低位回升達43%。公司數位管理層在公司受狙擊後，立刻宣布私人回購5,000萬美元股份。和分眾很相似的，是新東方現在的預測市盈率只有13倍，遠低於歷史平均值的43倍，淨現金比率為市值的34.7%，如果股價持續低迷，不排除管理層可能會步分眾的後塵，考慮退市。■

權益披露：筆者旗下基金持有分眾及新東方股份，並隨時於市場沽出或購入

曼聯不單只是一門生意，更是象徵勝利和成功的商譽和無形資產。