



祝振駒

翹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，專長於中小型股研究。
後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。
筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

雄鷹
展翅
Columns
美術：任耀楠

先退市 後上市

當遇上市場或行業低潮與股價低迷時，便有管理層會考慮退市，將上市公司私有化。通常是管理層覺得估值便宜，雖然業務可能不景氣，但私有化後可以大刀闊斧的重組或裁員，不需要掛慮市場和小股東的說三道四，和面對業績表現壓力，加上幾年後隨時又是一條好漢，可以用高估值再度上市套現，低買高估。

私有化後 分拆重組

最經典的退市應該是於2007年11月股市高峰上市和2012年6月退市的阿里巴巴（前代號：01688）。上市價和退市價均13.5元，表面上投資者沒有虧蝕，但由於該股上市被超額認購達250倍，且大部分掛牌時間股價遠高於招股價之上，所以估計大部分投資者均虧蝕離場。

那時的上市公司只持有增長已經放緩的批發交易平台，並沒有包括高增長的淘寶及天貓。到了2014年9月，阿里巴巴才將上述業務在美國上

市，但這次也沒有將增長潛力最大的螞蟻金服（裏面包括電子結算及支付平台支付寶）放在上市公司。阿里第一次在香港上市時集資16.8億美元，第二次在美國集資超過250億美元。有點肯定的是，第二次上市阿里業務的估值（市盈率約45倍）遠高於第一次退市時（約32倍）。

恒指成分股百麗國際（01880）於今年4月宣布退市，作價6.3元，相等於13.8倍預測（2018年2月）市盈率。現價為6.11元，只有3%折讓。2007年5月當年的招股價為6.2元，估值約為26倍市盈率，超額認購倍達516倍。這次私有化方的團隊包括管理層及私募基金高瓴資本。

百麗近年面對電商挑戰，業績倒退，管理層又多次表明不懂經營網上業務，似乎早已萌生退意。盈利雖然倒退，但百麗每年仍然產生約30至40億人民幣以上的強勁自由現金流（見96頁財經詞彙）（2017年2月年度盈利為24億人民幣），且持有淨現金

達86億人民幣（約市值的18.9%），財務非常健康。扣除現金部分，私有化作價其實只有5.15元左右，即預測市盈率只有11.3倍。

假如能成功退市，收購方除笨有精。由於涉及私募基金參與，估計退市只是第一步，未來再上市套現的機會非常高。私有化後由於不受監管，收購方可以輕鬆地將業務重組分拆，撇除或關閉虧損附屬公司，甚至收購或合併其他網上銷售公司，或將公司重新包裝或到估值更高的內地A股市場上市。

保障利益 反對推市

收購方出價只略高於10年前的上市價，估計絕大部分長綫投資者都面臨虧損。最重要的是百麗現金流強勁，手持大量淨現金，應該先派發特別股息，才重新計算收購價。管理層已表明不會提高收購價，要保障自身利益，小股東應該對退市投反對票。從值博率上看，現在沽空百麗最多虧損3%，但假如退市失敗，百麗股價有機會回調13.6%以上，返回宣布退市前的水平。FM

“百麗現金流強勁，手持大量淨現金，應該先派發特別股息，才重新計算收購價。管理層已表明不會提高後購價，要保障自身利益，小股東應該對退市投反對票。”

權益披露：筆者旗下基金持有百麗淡倉，且隨時於市場買入或沽出