



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

港交所的世紀豪賭

自宣布以13.88億英鎊收購倫敦金屬交易所(LME)那一天開始，港交所(00388)已變成一間完全不同風險性質和基本結構的公司。這次要動用幾近167億港元，相當於港交所市值的14%，收購價高達180倍2011年市盈率(或60倍，假若按照今年7月新交易收費標準算)。

截至去年底，港交所持有淨現金182.2億元。雖然坐擁巨額現金，但相信港交所仍然需要透過大規模配股和貸款來完成這次收購。據報道，港交所起初會以現金加11億英鎊(約132.1億港元)貸款來支付收購，下一步會再通過配股(若發行10%新股上限，按現時股價算，集資約118億港元)減債，時間計劃在今年底前執行。

小股東為最大輸家

姑勿論LME將來能帶來多少協同效應及利潤，假設收購順利通過(還需要英國監管機構FSA批准)，筆者只知道港交所的小股東在未來一至兩年一定是大輸家。何解？一、收購後港交所負債會大升，由淨巨額現金變為接近淨負債。以往港交所因為現金流強勁加上零負債，所以派息率長期高達90%，因而吸引很多長綫及養老基金持有。這次巨額收購最終會迫使港交所削減派息比例(盡管管理聲稱不會)，最後導致長綫投資者的拋售。

二、現今股市低迷，要在資本市場集資並不容易，加上基金早已洞識港交所有集資逼切性，所以聰明的投資者會預先把手上的股票先行拋售，然後等候配股以折讓價低位補回。所以港交所股價於短至中期一定會有沽壓；三、就算能成功配股，小股東短期每股盈利和派息仍然會被攤薄，因為收購LME帶來的協同效應起碼都需要在數年後才能顯現。

港交所行政總裁李小加已表明，預計3年後

LME才可為港交所提供盈利貢獻；四、因為中國因素加上強勁的現金流和絕高股本回報率(去年為55.6%)，所以港交所一直享有全球交易所最高的市盈率(一度高於40倍)。但是在收購完成後，港交所的多項財務數字一定會受影響，以致估值受壓。

雖然股價從今年2月高位已回落了25.4%，但現今市盈率仍高達24倍。完成收購後，將令港交所的基本面產生結構上的改變，因為LME的商品交易屬於高周期性，加上期貨交易費和毛利都相對偏低，所以理應只值較低市盈率，事實上，LME 2011年淨利率和股本回報率只有12.6%及10%，遠低於港交所的74.1%及55.6%。雖然LME今年7月會調整收費，但根據收購協議，她在2015年1月前都不能再增加交易費。所以長綫看，港交所能否維持現今的估值將會是一個極大疑問。

文化差異成功者少

從香港上市公司的大型海外收購歷史看，稱得上成功順利的個案猶如鳳毛麟角。因為管理文化的差異，中國人駕馭洋人管理少有成功例子，而少數成功收購和融合個案都由於購買者的高層管理由外國人主導，例如創科實業(00669)。而曾經付上沉重代價的，記憶中包括有偉易達(00303)收購美國AT&T室內無線電話品牌，聯想集團(00992)買IBM手提電腦資產，TCL多媒體(01070)買Alcatel流動電話品牌，她們的業績都在收購後曾大幅倒退或虧蝕，前者更一度陷入財務危機。相信港交所與LME磨合，起碼也須時數年。有一點肯定的是，港交所小股東一定成為這次世紀豪賭的犧牲品。RM

權益披露：筆者旗下基金持有港交所淡倉，並隨時會買入或拋空相關股份

相信港交所與LME磨合，起碼也須時數年。相信有一點肯定的是，港交所小股東一定成為這次世紀豪賭的犧牲品。