

基金再鬥

筆者認為拋空者假若要打持久戰，始終會吃虧。除涉及借貸的利息支出外，拋空本身的潛在回報是不等稱的，頂多是跌到零（即100%），但看錯了股價繼續上升卻可以輸至無限。

祝振駒

朗騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展、法興、瑞銀及軟庫金匯等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。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立朗騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011



上月提及美國個人護理及纖體產品傳銷公司康寶萊 (Herbalife, HLF) 於去年12月被對沖基金Pershing Square Capital Management狙擊及公開拋空2,000萬股，造成股價大幅下滑，及後多個持相反看法的對沖基金公開表態增持HLF股份，股價因而大幅反彈甚至升越被狙擊前的價位。本月中管理1億美元以上的對沖基金申報2012年第四季末持股的13F及持股量超過5%的13D文件暴光，其中Icahn Enterprises (IEP) 的大股東，億萬富翁（擁有150億資產）金融大鱷Carl Icahn披露已持有12.98%或約1,400萬HLF股份，實行和Pershing Square的基金經理William Ackman對着幹。因為這消息HLF曾反彈最多近17.4%。

股壇大鱷對着幹

有趣的是Icahn 10年前已和Ackman結怨，兩人曾持續打官司多年，最後Icahn敗走，須賠償450萬美元和利息。兩人亦曾於1月25日在CNBC上爭論HLF，那時Icahn還未表態持有HLF，他倆交手過程有如肥皂劇，股價亦大上大落，HLF的期權引伸波幅被推高在70%至80%以上，可見波幅很厲害。這次Icahn買入HLF，除了投資外，不排除源於私人恩怨，希望用HLF事件來打擊宿敵。

淡倉風險不對稱

筆者認為拋空者假若要打持久戰，始終會吃虧。除涉及借貸的利息支出外，拋空本身的潛在回報是不等稱的，頂多是跌到零（即100%），但看錯了股價繼續上升卻可以輸至無限。在基金組合中，假若淡倉輸錢，它的部位會愈來愈擴大，對組合虧損比例會愈加增大。但長倉虧蝕部位會

愈來愈變小，對組合回報影響也愈來愈低。另外，Icahn佔盡優勢的是他投資的是自己的資本，沒有資金贖回壓力，可以不理會短綫波幅。加上他已經是最大單一股東，既可施壓予管理層增派股息和回購股份（從而迫使沽空者補倉）。

以他的實力甚至可提出私有化，讓沽空者全軍覆沒。Ackman一方可做的實在有限，除了堅持唱淡外，只可祈求其高調可引致Federal Trade Commission (FTC) 關注，並對HLF進行調查，或希望負面新聞能導致公司業績倒退，但兩者都非常被動。CNBC曾經訪問過前FTC官員，受訪者認為FTC介入的機會不高。Pershing Square基金規模雖達110億美元，但始終是客戶的資金，高調的沽空一旦出錯，必定引來投資者的指摘甚至贖回。而且HLF的淡倉部分佔資產達9%，一定對基金組合回報造成極大波動。

HLF業績佳兼超值

HLF於2月19日公布去年業績，除了第四季盈利優於市場預測外（2012年盈利增長15.7%至4.77億美元），兼且因為亞洲業務理想，提高2013年全年盈利預測至12%至14%增長。HLF並已於今月頭一個半月內回購了400萬（約3.9%）股份。所以從基本面看，暫時看不到Ackman的狙擊新聞對HLF有任何實際影響。事實上HLF的預測市盈率只有8倍，息率達3.2厘，假若沒造假事件，實在是一隻超值的股票。HLF在香港也有銷售網絡，筆者在中環區起碼收過兩家銷售HLF健康食品的介紹傳單。有心調研HLF的投資者不防親自嘗試其產品及詢問其營運模式。FM

權益披露：筆者旗下基金持有Herbalife (HLF) 股份，並會隨時於市場買入及沽出。