佐丹奴（709）待調整後買入

筆者不是甚麼「價值投資者」，筆者以前在星展的投資展望，名為「好貓週記」—並非筆者愛貓，而是套用鄧小平的名句，捉到老鼠就就是好貓。投資只能順勢而行。近期市場明顯留意價值股，繼上星期介紹理文化工（746）（回報相當不錯）後，今星期再和大家推介佐丹奴（709）。可恨是股價不太便宜，若有調整更好。

美股博客Charlie Bilello在Twitter年頭曾寫過一篇文章，名為When secular trends reverse，副題為no bell is rung。主要是提到2020年3月打後，投資看似非常容易，一街股神（筆者註：所以去年仍要輸錢的，實在出了很大問題）。當時有一位網上股神Dave Portnoy，經常恥笑畢菲特，Dave 認為投資只有兩個定律：第一，股價只升不跌。第二，若有疑問，請回到第一定律。資深投資者應會知道，此類奇人橫行，離股市爆煲不遠。但當然正如Charlie文章所言，當趨勢逆轉時，無人會先給你警告。

過去N年，即使是普通散戶也會看到一些明顯的趨勢—但近期已在逆轉：巨企跑贏中小企（多久沒聽人提FAAMG？），美股跑贏全世界（今年跑輸了）。新經濟跑贏舊經濟，增長股跑贏價值股。

特別是「新經濟跑贏舊經濟，增長股跑贏價值股」這兩個趨勢，被新手投資者奉為鐵律。無他，因為它們以為歷史由自己開始，說舊經濟說價值投資就是老套。不過近期畢菲特身家再突破1000億美元，巴郡股價再創新高，而Dave Portnoy則沒人多提，「連登契媽」Cathie Wood 也被人臭罵。

佐丹奴是不少舊派「價值」投資者的愛股。公司業務簡單易明，應該沒有香港人不曉。值得留意的是公司九成業務在香港以外，剛公佈的業績中，中港業務均虧損，但台灣及其他海外業務仍有微利，令公司的虧損沒那麼難看。

事實公司剛公佈去年業績，虧損1.1億，但業績一出股價仍然大升。公司股價已強勢多時，貼近52星期高位。不是說零售業情況慘淡？為何股價在公佈虧損後還能再升？這是很多外行人不明白的地方。

首先，股票永遠是炒將來，甚麼零售慘淡，早已在股價反映，現在看的是市道復蘇，你看美股的郵輪股酒店股也升個不停。第二，公司早已發盈警，而去年下半年公司已轉虧為盈—去年下半年的市況，公司仍能賺錢，你說厲害不厲害？最後，公司雖然蝕錢，但依然派息。量化來說，公司蝕1億，但派息也照派1億多。

現在不少人（也不限於新一代）都是急功近利，個個企圖一朝發達。媒體吹捧各式的Start up奇人，好像每個也會成為Mark Zuckerberg。做實業的難免被人恥笑，從事「舊經濟」的更是原始人，而佐丹奴此類低檔產品，更像未進化的生物。

但這些只是偏見，2020年以前，佐丹奴過去二十多年，每年均錄得純利！包括金融海嘯，沙士時期或亞洲金融風暴時期。可見公司的抗逆能力有多強（也看到去年肺炎疫情是史無前例的打擊）。

派息方面，近7年公司均保持約100%的派息比率（2020年更是蝕錢仍派息）。或曰，不用投資擴張？答案是真的不用，這就是「舊經濟」悶蛋生意的好處，不用多宣傳，不用明星代言，也不用甚麼高科技。就是平靚正，消費者知道自己買甚麼。

當然有人奇怪，為何蝕錢仍可派高息？答案是有何不何？覺得奇怪的，應該混淆了cash flow 和 profit。當然年年蝕錢年年派息，肯定不能持續，但維持數年根本不成問題。去年甚至有大公司是借錢派息，反正去年舉債成本極低，不借就笨。不過佐丹奴並沒有多少債務—事實上公司坐擁11億現金，而最壞情況已過去，公司下半年已轉虧為盈。

筆者唯一最猶豫的，就是股價已經不是太便宜，現已升至1年高位。公司1月15日出盈警，當中已提到去年下半年轉虧為盈，而股價反應也不大，只是升至1.2元水平—當時若有細看通告，應會很大信心買入。可惜就是市場資訊太多，而媒體報導也集中在大型股票（當然有其理由）。但相反來說，若大家夠勤力，仍可以找到一些隱世好股。