

Headline	TNB Strengthen The Balance Sheet		
MediaTitle	Sin Chew Daily		
Date	15 Oct 2016	Language	Chinese
Circulation	379,504	Readership	1,092,000
Section	Business	Page No	1
ArticleSize	544 cm ²	Journalist	N/A
PR Value	RM 90,924		



(吉隆坡14日讯)国家能源(TENAGA, 5347, 主板流通股)积极强化资产负债表, 联昌研究认为, 国能有3大选项, 但相信将电力输配(T&D)分拆上市最为合理, 可达到解决电力输配资产潜在回潮走跌风险, 以及释放价值的“一石二鸟”之效。

分拆缔造2家公司 综合市值达1420亿

联昌说, 若国能将电力输配资产分拆上市, 这将是大马企业史上最大宗的分拆活动, 预测2家公司的综合市值将达到950亿至1420亿令吉, 比国能现有810亿令吉市值还要高。

“不过, 这只是最佳情况, 一切取决

企業焦點 洪建文/報道

國能 強化資產負債表 電力輸配分拆上市最合理

于国能从中创造多少价值。”

联昌表示, 国能现有净负债比仅为33%, 比其他公用事业同侪低, 显示成本效益未获得良好运用, 不仅大大抑制股价表现, 也将对未来估值带来风险。

有3选项优化资产负债表

目前, 国能正采取措施来优化其资产负债表, 联昌认为, 国能案上现有融资并购, 增加派息或将电力输配分拆上市3

大选项, 相信集团至少需要增加派息来解决, 但最佳选项是把电力输配分拆上市, 这将有功国能释放价值。

联昌解释, 在现有监管条款(2014至2017年)下, 奖励式管理(IBR)机制允许相关资产取得7.5%的资本回潮, 但联昌研究认为, 一旦监管单位在新监管条例中设定更有效率的资本架构, 这将影响国能电力输配资产的获利水平。

“这可能导致电力输配资产盈利少于

资本成本, 促使国能需要提高负债水平。但国能可通过减少保留盈利来提高负债比。”

国能现有派息率仅为25%, 相信国能可至少将70%盈利派息, 相等于2017财年6.5%周息率。

更重要的是, 国能显著提高派息虽可能导致股价短期重估, 但联昌研究认为, 高派息却不意味着电力输配资产的潜在回潮风险获得解决。



联昌认为, 假设IBR真调低国能电力资产资本回潮, 集团单靠提高派息, 至少需要10年的时间才能达到优化资产负债表目标。

料年杪公布資本管理 股息或增 有望重估

整体来看, 国能管理层已意识到集团资产负债表杠杆不足, 以及资本成本有优化的必要, 尽管短期内电力输配会否上市仍不得而知, 但相信集团至少需要提高派息率来解决问题。

联昌表示: “根据我们的估算, 国能未来3年有能力将派息提高至每股93仙至1令吉34仙, 相等于2017至2019财年6.5至9.3%周息率, 显著高于2015财年的每股29仙股息。”

国能管理层预期在今年杪公布关于资本管理的企业活动, 预期集团将提高派息率, 将是股价重估的催化因素。

联昌因此现维持其每股盈利、“增持”评级和17令吉目标价不变; 外资突然脱售马股将是下行风险。

股本成本預測為最大挑戰

国能降低电力输配资产的平均资本成本(WACC)的最大挑战在于股本成本预测。联昌指出, 国能现有7.5%平均资本成本是以其2004至2012年股票贝他为基准。

“从理论上来看, 国能凭藉稳定盈利, 拥有低于平均的系统性风险, 但国能的1.1倍贝他, 却比亚太区同侪的平均0.43倍来得高, 这将推高国能的资本成本。”

以现有监管条例来看, 联昌预测股本成本每下跌1%, 将导致国能资本成本和电力输配资产回潮下跌0.45%, 而净负债比每上涨10%则削弱集团资本成本

0.6%至6.9%。

“电力输配资产回潮每下跌0.5%则将拉低国能2018至2020年净利2亿5000万令吉, 相等于2018财年净利的3%, 可能进一步对国能股价带来影响。”

国能现有股价以11倍本益比交易, 比领域中大型同侪的18至24倍折价42至56%。

此外, 联昌表示, 国能现有业务涵盖发电至港口, 业务风险组合与电力输配均有不同, 因此其贝他水平可能未反映电力输配资产带来的系统性风险。

“因此, 国能将电力输配资产分拆上市将使后者贝他获得正确评估, 并确保相关业务从消

费者身上取得合理的回潮率。”

有鉴于此, 联昌指出, 与其他2个选项相比, 相信国能电力输配分拆上市将是更明智的选择, 不仅可解决电力输配资产低回潮风险, 还可释放价值。

“除为股东释放价值外, 我们相信电力输配资产分拆上市也将造福大众。”

联昌说, 国能将电力输配资产分拆上市可降低借贷成本和股票波动程度, 两者也将拉低资本成本, 并将成本节省转移至消费者身上。

“若监管单位力推电力领域进一步开放, 国能将电力输配资产分拆上市是无可避免的, 因此在现有情况下, 国能最理想的方案是顺水推舟, 趁早为未来布局。”



除了國能, 中大型公用事業公司都溢價交易

公司	2017年本益比	比國能溢價	2017年企業價值倍數	比國能溢價
國家能源	10.6	0%	5.9	0%
國油氣體	23.9	126%	12.6	115%
錫忠禮電力	18.3	73%	11.3	93%
馬拉科夫	19.7	86%	7.6	29%
大馬氣體	21.9	107%	13.5	130%
平均	18.9	78%	10.2	73%

资料来源: 联昌研究、公司报告